



UNIVERSIDADE ESTADUAL DE MARINGÁ
CENTRO DE CIÊNCIAS SOCIAIS APLICADAS
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ECONOMIA

LEANDRO PESSOTO

**BANCOS PÚBLICOS COMO ESTABILIZADORES
ENDÓGENOS NO BRASIL: ATUAÇÃO NO AUGE DA CRISE
FINANCEIRA INTERNACIONAL (2008-2009)**

DISSERTAÇÃO DE MESTRADO

Maringá
Agosto de 2016

LEANDRO PESSOTO

**BANCOS PÚBLICOS COMO ESTABILIZADORES
ENDÓGENOS NO BRASIL: ATUAÇÃO NO AUGO DA CRISE
FINANCEIRA INTERNACIONAL (2008-2009)**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Econômicas da Universidade Estadual de Maringá, como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Economia.

Orientador: Prof. Dr. Antônio Carlos de Campos

Maringá
Agosto de 2016

DADOS INTERNACIONAIS DE CATALOGAÇÃO NA PUBLICAÇÃO (CIP)

PP475b PESSOTO, LEANDRO

Bancos públicos como estabilizadores endógenos no Brasil: atuação no auge da crise financeira internacional (2008-2009) / Leandro Pessoto. – Maringá, 2016.
130 p.

Orientador: Antônio Carlos de Campos

Dissertação (Mestrado - Mestrado em Economia) -- Universidade Estadual de Maringá, Centro de Ciências Social Aplicadas, Programa de Pós-Graduação em Ciências Econômicas, Maringá, 2016.

1. Bancos Públicos, Instabilidade Financeira, Crise Financeira, Sistema Financeiro. I. Campos, Antônio Carlos de, orient. II. Título.

Leandro Pessoto

**BANCOS PÚBLICOS COMO ESTABILIZADORES ENDÓGENOS NO BRASIL:
ATUAÇÃO NO AUGE DA CRISE FINANCEIRA INTERNACIONAL (2008-2009)**

Dissertação submetida à banca examinadora do Curso de Pós-Graduação *Stricto Sensu* em Teoria Econômica da Universidade Estadual de Maringá, como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Economia

COMISSÃO JULGADORA

Prof. Orientador: Dr. Antônio Carlos de Campos
Universidade Estadual de Maringá - UEM

Prof. Convidado: Dr. Gilberto Joaquim Fraga
Universidade Estadual de Maringá - UEM

Prof. Convidado: Dr. Arthur Gualberto Bacelar da Cruz Uripia
Centro Universitário Cesumar - UniCesumar

Maringá
Agosto de 2016

Dedico este trabalho à minha esposa Giselly e aos meus pais, Adelino e Tereza.

AGRADECIMENTOS

Inicialmente, agradeço a minha esposa Giselly Cristina Kodama Acordi pela acolhida, ajuda e o carinho, importantes componentes na concretude deste trabalho.

Sou grato aos meus pais, irmãos, pelo apoio para atingir esta importante etapa em minha vida.

Agradeço ao Tribunal de Justiça do Estado do Paraná por ter possibilitado conciliar as atividades profissionais com meu aprimoramento acadêmico e especialmente aos colegas de trabalho que compreensivamente supriram, com árduo labor, minhas eventuais ausências.

Expresso ainda minha gratidão ao professor Antônio Carlos de Campos pela orientação, incentivo e presteza possibilitando a conclusão desta dissertação.

Aos demais professores do curso, importantes personagens no fomento ao debate e sedimentação do conhecimento, e também a secretária do curso Denise Harume Saito Becca, por sua cordialidade e atendimento de excelência nos diversos assuntos acadêmicos. Registro um agradecimento especial a professora Eliane Cristina de Araújo Sbardelatti pela orientação durante toda a realização do curso e também inicial deste trabalho que resultaram em valiosas contribuições.

Aos amigos e colegas não nominados, que de alguma forma contribuíram com este trabalho, ainda que apenas compreendendo as inevitáveis ausências.

E a todos que indiretamente contribuíram para o meu saber, meu sincero agradecimento.

“Um banco é um estabelecimento que nos empresta um guarda-chuva num dia de sol e nos pede de volta quando começa a chover. ”

*Robert Frost
(Poeta. EUA, 1874 – 1963)*

RESUMO

PESSOTO, Leandro. **Bancos públicos como estabilizadores endógenos no Brasil: atuação no auge da crise financeira internacional (2008-2009)**. Maringá, 2016.

O objetivo desta dissertação é analisar a ação anticíclica desempenhada pelos bancos públicos no sistema financeiro brasileiro após o efeito-contágio da crise financeira internacional de 2008/2009, tendo como perspectiva teórica a corrente pós-keynesiana, especificamente centrada na análise da instabilidade financeira proposta por Minsky. Utilizou-se como procedimentos metodológicos a pesquisa bibliográfica da literatura que trata sobre o tema, buscando-se evidências empíricas por intermédio de dados e documentos produzidos pelas instituições financeiras e pelo Banco Central do Brasil. Os bancos públicos analisados ficaram restritos às três maiores instituições financeiras públicas brasileiras – Caixa Econômica Federal (CEF), Banco do Brasil (BB) e o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES). Os resultados evidenciaram o papel de estabilizadores endógenos dos bancos públicos. Atuando como uma lógica inversa às instituições privadas, os bancos públicos brasileiros reduziram o comportamento inerentemente cíclico do mercado financeiro, suavizando o movimento de contração exacerbado na crise financeira internacional de 2008/2009, contribuindo para a retomada do crescimento da economia e redução da tendência de fragilização financeira dos agentes.

Palavras-chave: Bancos Públicos, Instabilidade Financeira, Crise Financeira, Sistema Financeiro.

ABSTRACT

PESSOTO, Leandro. **State-owned banks as endogenous stabilizers in Brazil: acting in the global financial crisis (2008-2009)**. Maringá, 2016.

The aim of this work is to analyze the countercyclical action performed by state-owned banks in the Brazilian financial system after the contagion effect of the global financial crisis of 2008/2009, from the theoretical perspective of post-Keynesian approach, specifically focused on the analysis of financial instability proposed by Minsky. The research methods used were the research literature on the subject and empirical evidence through official data and documents of financial institutions and the Central Bank of Brazil. The state-owned banks examined restricted to the three largest Brazilian public financial institutions - Caixa Econômica Federal (CEF), the Banco do Brasil (BB) and the Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES). The results showed the role of endogenous stabilizing state-owned banks. Acting as a reverse logic to private institutions, the Brazilian state-owned banks reduced the inherently cyclical behavior of the financial market, softening the movement of contraction in the international financial crisis of 2008/2009, contributing to the return of economic growth and to reduce the trend financial embrittlement agents.

Keywords: State-owned Banks, Financial Instability, Financial Crisis, Financial System.

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

FIGURA 1 – Taxa de juros que maximiza o retorno esperado do Banco	32
FIGURA 2 – Investimento com Considerações Financeiras.....	44
FIGURA 3 – Índice Internacional de Preços de Commodities (2005=100).....	87
FIGURA 4 – Câmbio R\$/US\$ e Risco Soberano Brasil - 2008 a 2010	96
FIGURA 5 – Variação do estoque de depósitos a prazo, por porte – Junho/2008 = 100.....	99
FIGURA 6 – Índice de liquidez total (IL) diária, por porte	101
FIGURA 7 – Expectativas de inflação e Inflação efetiva (IPCA – 12 meses).....	115
FIGURA 8 – Saldo da carteira de crédito total do SFN em relação ao PIB – (%).....	117
FIGURA 9 – Variação percentual anual do saldo de operações de crédito no SFN, por origem dos recursos – 2008/2009	118
FIGURA 10 – Taxa de crescimento anual de crédito, por controle (deflacionado IPCA)	119
FIGURA 11 – Evolução real trimestral do PIB do Brasil (2008-2010).....	141
FIGURA 12 – Índice do PIB mensal deflacionado e de produção industrial	141

LISTA DE QUADROS E TABELAS

QUADRO 1 – Composição atual do Sistema Financeiro do Nacional	69
QUADRO 3 – Principais medidas do governo federal para favorecer as ações anticíclicas dos bancos públicos	120
TABELA 1 – Quantitativo de instituições autorizadas a operar no sistema financeiro	71
TABELA 2 - Participação nos ativos totais do segmento bancário por tipo de origem de capital das instituições (%).	72
TABELA 3 - Participação no saldo de operação de crédito do segmento bancário por tipo de origem de capital das instituições (%).	73
TABELA 4 - Participação nos depósitos totais do segmento bancário por tipo de origem de capital das instituições (%).	75
TABELA 5 – Participação nos ativos totais do segmento bancário ¹ dos 5, 10 e 20 maiores bancos em ativos totais	75
TABELA 6 – Balanço de Pagamentos Brasileiro 2007-2009 (US\$ milhões).....	88
TABELA 7 – Utilização da disponibilidade de liquidez no SFN.....	100
TABELA 8 – Índice de operações de crédito, principais bancos - IPCA (3T08 = 100).....	122
TABELA 9 – Taxa média mensal de crescimento real do saldo das operações de crédito por atividade econômica segundo o controle do capital – 2007-2010 (% mensal).	123
TABELA 10 – Operações de crédito por controle, deflacionado pelo IPCA – R\$ milhões ..	140

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	13
2	ABORDAGENS TEÓRICAS SOBRE O PAPEL DOS BANCOS PÚBLICOS NO SISTEMA FINANCEIRO	18
2.1	Abordagens convencionais sobre o papel do Estado no sistema financeiro	19
2.1.1	Mercados Eficientes e Bancos Públicos: a abordagem neoclássica	20
2.1.2	Falhas de Mercado e Bancos Públicos: a abordagem novo-keynesiana.....	25
2.1.2.1	A tese das Falhas de Mercado na intermediação financeira	26
2.1.2.2	Falhas de Mercado e racionamento do crédito	31
2.2	Instabilidade Financeira e Bancos Públicos: a abordagem pós-keynesiana do sistema financeiro.....	34
2.2.1	A hipótese da Instabilidade Financeira de Minsky	35
2.2.1.1	Investimentos e finanças	36
2.2.1.2	Taxonomia dos fluxos de caixa.....	45
2.2.1.3	Processo de deterioração financeira.....	48
2.2.1.4	Bancos como desestabilizadores endógenos	51
3	EVOLUÇÃO HISTÓRICA DO SISTEMA BANCÁRIO BRASILEIRO E BANCOS PÚBLICOS	59
3.1	Os primórdios do sistema bancário brasileiro (1808 – 1945)	60
3.2	Expansão bancária e transição (1945 – 1964).....	63
3.3	A reforma de 1964/1965: segmentação e conglomeração (1964 – 1994).....	64
3.4	Histórico recente: saneamento, concentração e abertura	65
3.5	Estrutura atual e perfil institucional do sistema bancário do Brasil	67
4	A CRISE FINANCEIRA INTERNACIONAL E A ATUAÇÃO DOS BANCOS PÚBLICOS NO BRASIL	77
4.1	Efeito contágio da crise financeira internacional no Brasil	79
4.1.1	Efeito contágio sobre as contas externas	84
4.1.2	Efeito contágio sobre o mercado de crédito.....	89
4.2	Aversão ao risco e preferência pela liquidez no mercado de crédito brasileiro ..	96
4.3	A Atuação do Banco Central do Brasil.....	102
4.3.1	Críticas à atuação do Banco Central	108
4.4	A atuação contra cíclica dos Bancos Públicos.....	116

4.5	Bancos Públicos como estabilizadores endógenos: análise da atuação contra cíclica dos Bancos Públicos no Brasil.....	124
5	CONCLUSÃO.....	129
	REFERÊNCIAS.....	131
	ANEXOS.....	140

1 INTRODUÇÃO

Diversos estudos teóricos e empíricos apontam que o mercado financeiro – incluindo o mercado de crédito bancário e o mercado de capitais – é fator importante que condiciona o crescimento e o desenvolvimento econômico. Contudo, as experiências de financiamento do desenvolvimento econômico não seguiram todas o mesmo roteiro, de modo que parece não haver um modelo ideal de sistema financeiro que possa apoiar decisivamente o desenvolvimento econômico de um país. Assim, alguns países lograram êxito em se desenvolver valendo-se de sistemas de financiamento baseados em mercados de capitais – Reino Unido e Estados Unidos são exemplos – enquanto que outros utilizaram-se de sistemas financeiros assentados no financiamento bancário, no qual o principal exemplo é a Alemanha. Os demais países desenvolvidos e também os países em desenvolvimento se apoiaram em sistemas de financiamento baseados em crédito governamental, a cargo de grandes bancos públicos ou de agências de fomento em parceria com bancos privados (HERMANN, 2010c).

Com efeito, o crédito governamental, e assim também os bancos públicos, constituem-se em instrumentos de políticas de promoção do desenvolvimento econômico e social. De todo modo, a discussão sobre o papel que cabe aos bancos públicos extrapola sua própria atuação e faz parte de uma discussão mais ampla e controversa na teoria econômica, que é o papel do *Estado* na economia de um modo geral, e no sistema financeiro de modo específico. Assim, em face da inevitável dimensão política dos bancos públicos, a discussão sobre seu papel na economia se confunde, em larga medida, com a discussão a respeito do papel do *Estado* no sistema financeiro.

Historicamente, nas décadas de 1950 e 1960, parecia haver consenso entre os principais economistas (Arthur Lewis, Gunnar Myrdal entre outros) de que o *Estado* deveria ter um papel chave nos sistemas bancários. Posição que era compartilhada com os *policy makers* e que efetivamente se refletiu na realidade. Assim, na década de 1970, nas economias industrializadas, 40% dos ativos dos grandes bancos eram de propriedade do Estado, enquanto que nos países em desenvolvimento essa participação alcançava 65%. (LEVY-YEYATI, et. al., 2007).

Nas décadas de 1980 e 1990, observou-se uma drástica mudança na visão acerca do papel do Estado na economia. A visão econômica neoliberal, disseminada pelo chamado Consenso de Washington, colocou a privatização das instituições públicas, incluindo os bancos públicos, no centro das políticas econômicas (LEVY-YEYATI, et.al., 2007). Segundo Jeanneau (2007) *apud* Deos & Mendonça (2010a), a percepção era de que a elevada participação do Estado em instituições financeiras tendia a impedir, e não a estimular, o desenvolvimento dos sistemas financeiros. Como consequência, de 1987 a 2003, mais de 250 bancos públicos passaram por processo de privatizações no mundo. Entretanto, a despeito desse amplo processo de privatizações, a presença do Estado no setor bancário ainda se mostra relevante. A partir de meados da década de 1990, 25% dos ativos dos maiores bancos continuavam sendo de propriedade estatal nas economias industrializadas, enquanto que nos países em desenvolvimento a participação do Estado manteve-se em 50%. (LEVY-YEYATI et. al., 2007).

No Brasil, os bancos públicos sempre se fizeram presente na estrutura do sistema financeiro, servindo aos interesses públicos de maneira diferente em cada período histórico. Conforme definido por HERMANN (2011, p. 397): “Como ‘braços financeiros’ de políticas voltadas para o desenvolvimento econômico e social, Banco Públicos (BPs) são instituições idiossincráticas, cujo papel se define, a cada governo e período histórico, pelo que se entende serem as necessidades e limitações desse processo”. Assim, por exemplo, o Banco do Brasil foi durante muito tempo a única fonte de financiamento para o setor agrícola brasileiro, contribuindo para a expansão e aumento da produtividade, o mesmo ocorrendo com a Caixa Econômica Federal no setor imobiliário.

Apesar da importância histórica dos bancos públicos no Brasil, alguns autores contestaram sua utilidade. Afirmavam que os bancos públicos brasileiros não mais se prestavam aos objetivos para os quais foram criados e que, em razão disso, não seriam a forma efetivamente adequada de intervenção estatal (PINHEIRO, 2007). Outros autores, argumentam que o sistema financeiro brasileiro atingiu um estágio superior de desenvolvimento (“normalização financeira”), expresso no controle da inflação, queda dos juros, alongamento dos prazos, abertura para o exterior e desenvolvimento do mercado de capitais, e que por isso questionavam a existência de bancos públicos, asseverando que seria apenas uma questão de tempo para que estas instituições se tornassem irrelevantes (ARIDA, 2007; BACHA, 2007).

Na seara da teoria econômica, o debate sobre o papel do Estado no sistema financeiro se estabeleceu ao redor de três vertentes. A escola neoclássica, que defende a livre atuação dos agentes e instituições privadas como forma eficiente de alocação de recursos e que por isso a intervenção do Estado deve ser mínima; a escola novo-keynesiana, que propõe que os processos de mercado possuem algumas falhas que podem comprometer o resultado de alocação eficiente de recursos abrindo espaço para a atuação do Estado no sentido de minimizar essas falhas; e a escola pós-keynesiana, que fundamentada no conceito de incerteza, preconiza que a atuação livre dos agentes conduz, inevitavelmente, a economia para a instabilidade. Nesta abordagem, o Estado deve intervir preventivamente reduzindo a tendência à instabilidade dos agentes e corretivamente quando a instabilidade e a incerteza estiverem atuando.

Dentro do arcabouço pós-keynesiano, destaca-se a hipótese da fragilidade financeira desenvolvida por Minsky. Em sua análise, Minsky descreve uma economia com ativos de capital dispendiosos e por isso, dependente do financiamento bancário. Deste modo, o sistema financeiro e principalmente os bancos adquirem caráter especial em sua teoria, pois possuem função preponderante no financiamento das unidades e também devido a sua posição especial no sistema monetário. Os bancos, como instituições que buscam incessantemente os lucros, procuram criar novos instrumentos e novas práticas financeiras na busca de adquirir vantagens competitivas. Assim, submetidos à lógica da valorização do capital, os bancos atuam no sentido de sancionar ou até mesmo induzir a formação de uma economia financeiramente frágil, dependente das condições do mercado. Por estas razões que, na análise de Minsky, os bancos são considerados elementos de desestabilização endógena.

Nesta perspectiva, e considerando o papel do Estado proposto pela corrente pós-keynesiana, o problema de pesquisa que esta dissertação pretende responder é se os Bancos Públicos, enquanto instituições de mercado de propriedade estatal, atuando com uma lógica inversa às instituições privadas, poderiam ser, na terminologia de Minsky, estabilizadores endógenos? Para responder esse questionamento, a crise financeira internacional de 2008/2009 no Brasil forneceu subsídios concretos para análise desse papel dos Bancos Públicos.

Deste modo, o objetivo geral desta dissertação é analisar a atuação anticíclica desempenhada pelos bancos públicos no sistema financeiro brasileiro após

o efeito-contágio da crise financeira internacional, tendo como perspectiva teórica a corrente pós-keynesiana, especificamente centrada na análise da instabilidade financeira proposta por Minsky.

Para a consecução deste propósito, os objetivos intermediários consistem em revisar as teorias que embasam o papel do Estado no sistema financeiro e apresentar a hipótese da instabilidade financeira de Minsky; descrever o arcabouço institucional em que os bancos públicos brasileiros atuam e, por fim, apresentar as medidas adotadas pelas autoridades econômicas do Brasil no combate aos efeitos da crise.

Quanto aos procedimentos metodológicos, será realizada uma pesquisa bibliográfica na literatura que trata sobre o tema buscando-se evidências empíricas por intermédio de dados e documentos produzidos pelas instituições financeiras e pelo Banco Central do Brasil no período de 2008 a 2009. Para esse propósito, é suficiente limitar a pesquisa às três maiores instituições financeiras públicas. A Caixa Econômica Federal (CEF), o Banco do Brasil (BB) e o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), pois juntas responderam, em média, por 97% do fluxo de crédito dos bancos públicos e por quase metade do crédito bancário total no período anterior à crise (2000-2008), além de serem instituições cujas atuações se combinam e se reforçam mutuamente no interior da política econômica¹. Com esta estratégia de pesquisa, a abordagem para o estudo se valeu de análises quantitativas e também qualitativas. Considerando o objeto de estudo, bancos públicos, a presente pesquisa situa-se no campo das pesquisas de natureza aplicada cujo objetivo é de caráter exploratório. Para análise e interpretação dos dados, considerando o objetivo e o tipo de pesquisa, adotou-se a estatística descritiva como forma de evidenciar a atuação dos bancos públicos no período.

Com estes propósitos, além dessa introdução e da conclusão, esta dissertação está organizada em três capítulos. No primeiro capítulo é apresentada as abordagens teóricas sobre o papel do Estado no sistema financeiro e assim também dos bancos públicos. Inicialmente serão apresentadas as abordagens convencionais, todas alicerçadas fundamentalmente no problema de alocação de recursos. Assim, são apresentadas a abordagem neoclássica para o sistema financeiro e após a abordagem de cunho novo-keynesiano, que tem por base os conceitos de “falha de

¹ Informações da representatividade desses três bancos públicos foram extraídas de Vidotto (2010).

mercado” e geração de externalidades. Posteriormente, apresenta-se o enfoque pós-keynesiano, que é fundamentado na hipótese de instabilidade financeira de Minsky. A maior ênfase a essa corrente justifica-se por ser esta a vertente teórica capaz de explicar os processos de instabilidade gerados pelos sistemas capitalistas modernos e também por ser o objetivo central desta dissertação

O Capítulo 2 – intitulado de “Ambiente Institucional: sistema bancário brasileiro e bancos públicos” – tem por objetivo descrever o arcabouço institucional em que os bancos públicos brasileiros estão sujeitos, além de demonstrar o papel histórico que estas instituições desempenharam para o sistema financeiro e também sua contribuição para o desenvolvimento da economia brasileira. Este capítulo é justificado pelo pressuposto de que o papel desempenhado pelos bancos públicos não pode ser dissociado da institucionalidade vigente. E que, esta institucionalidade não se irrompe do acaso, mas é consequência de toda uma evolução histórica e social em que a importância de cada instituição nos distintos momentos conduziu a construção do arcabouço regulatório atual. Com esta aceção, o capítulo encontra-se dividido em cinco seções que marcam as fases de evolução do sistema financeiro a partir de sua origem até os dias atuais.

O Capítulo 3 – intitulado de “A Crise Financeira Internacional e a Atuação dos Bancos Públicos no Brasil” – tem por objetivo demonstrar a atuação anticíclica dos bancos públicos no enfrentamento da crise financeira internacional. O capítulo inicia-se com uma breve descrição da crise financeira de hipotecas subprime nos Estados Unidos. Após, é realizada uma discussão de como a crise chegou ao Brasil, demonstrando seus efeitos sobre as contas externas e sobre o mercado de crédito. A partir de então, descreve-se a atuação do Banco Central do Brasil na tentativa de mitigar os efeitos da crise, com ênfase no mercado de crédito, apresentando-se ainda as críticas da literatura à esta atuação. Na seção seguinte é apresentada a atuação contra cíclica dos bancos públicos federais, Banco do Brasil, Caixa Econômica Federal e Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social. A última seção é dedicada a apresentar uma análise, a partir da concepção teórica da instabilidade financeira de Minsky, do papel desempenhado pelos bancos públicos na ação contra cíclica da crise financeira internacional. Ao final, fechando esta dissertação, apresenta-se as conclusões gerais ao cotejo dos objetivos e resultados alcançados.

2 ABORDAGENS TEÓRICAS SOBRE O PAPEL DOS BANCOS PÚBLICOS NO SISTEMA FINANCEIRO

O objetivo deste capítulo é apresentar os enfoques teóricos que permeiam a discussão conceitual acerca do papel que cabe às instituições financeiras públicas. Neste sentido, a necessidade da presença dessas instituições na economia é uma questão subjacente à literatura que será analisada. Uma outra questão subjacente ou complementar, que naturalmente surge nesse debate, é sobre o papel do Estado no sistema financeiro e ainda sobre como deveria ser sua forma de intervenção.

Porém, em meio a esses temas controvertidos, Hermann (2011) vislumbra que existem ao menos dois consensos que emergiram do debate entre as contrapostas vertentes teóricas. O primeiro refere-se a importância do “bom funcionamento” do mercado financeiro para o crescimento e desenvolvimento econômico. O segundo consenso decorre do reconhecimento de que o setor financeiro é gerador de importantes externalidades, positivas ou negativas, para a economia. A autora sugere ainda, juntamente com outros autores como Levy-Yeyati et al. (2004); Paula, (2013), que possa existir um certo consenso sobre a necessidade de alguma intervenção estatal no setor.

Entretanto, Hermann (2011) adverte que o consenso desaparece no que tange a forma de intervenção do Estado no sistema financeiro, pois são inúmeras as formas de atuação possíveis. Dentre essas possibilidades, a autora cita a supervisão, a regulamentação, políticas de crédito direcionado a setores selecionados, políticas de desenvolvimento financeiro, parcerias com agentes privados e a atuação direta por meio da propriedade direta de bancos.

É sobre essa última forma de atuação do Estado no sistema financeiro que a revisão de literatura teórica deste capítulo se aterá. De um modo geral, os trabalhos pesquisados têm consagrado três abordagens distintas para explicação da necessidade ou não da presença de bancos públicos no sistema financeiro. Uma primeira abordagem decorre da vertente neoclássica que é professante do livre mercado e, a rigor, não admitiria qualquer tipo de intervenção; a segunda, de filiação novo-keynesiana, admite a intervenção em situações em que o sistema financeiro ainda se mostre pouco desenvolvido ou incompleto, sujeito a falhas que o impedem

de atuar eficientemente; e a terceira abordagem, parte do marco teórico pós-keynesiano, que enxerga a intervenção estatal no sistema financeiro como necessária independente do grau de desenvolvimento do sistema financeiro.

Com estas perspectivas teóricas, o presente capítulo apresentará a abordagem pós-keynesiana fundamentada na Hipótese da Instabilidade Financeira de Minsky. O objetivo é demonstrar que o sistema capitalista moderno é inerentemente instável e que o sistema bancário privado se constitui em elemento de desestabilização endógeno.

As vertentes, neoclássica e novo-keynesiana, serão tratadas aqui como abordagens convencionais, pois ambas focam a questão alocativa dos sistemas financeiros como linha mestra em suas discussões. No entanto, cabe ressaltar que apesar de estarem agrupadas neste trabalho na mesma seção, possuem visões bastante distintas sobre o papel do Estado no sistema financeiro.

2.1 Abordagens convencionais sobre o papel do Estado no sistema financeiro

Esta seção pretende apresentar uma descrição sumária das abordagens convencionais sobre o papel do Estado no sistema financeiro. Inicialmente é apresentada a abordagem neoclássica do sistema financeiro, na qual os problemas alocativos do sistema de poupança e empréstimo são solucionados pelas instituições financeiras. Nesta abordagem, não há espaço para atuação do Estado como proprietário direto de bancos, já que a atuação livre das instituições é mais que suficiente para suprimir as deficiências do financiamento direto dos agentes.

Após é apresentada a abordagem novo-keynesiana para o sistema financeiro, centrada no conceito de falhas de mercado e seu modelo de racionamento do crédito. Apesar dessa abordagem representar um contraponto à teoria neoclássica, optou-se nesse trabalho por incluí-la no rol de abordagens convencionais. A razão é que, a exemplo da abordagem neoclássica, a novo-keynesiana preocupa-se com a funcionalidade do sistema financeiro em alocar eficientemente os recursos previamente poupados entre as diferentes oportunidades de investimentos.

2.1.1 Mercados Eficientes e Bancos Públicos: a abordagem neoclássica

A abordagem neoclássica dos sistemas financeiros, é formada pela junção de dois modelos complementares. O modelo de sistema financeiro de Gurley e Shaw (1955)² e a Teoria da Repressão Financeira (ou ainda modelo Shaw-McKinnon) de Shaw (1973)³ e McKinnon (1973)⁴ ⁵. Essa visão do sistema financeiro é apoiada sobre três pilares, a Hipótese dos Mercados Eficientes de Fama (1970)⁶, a teoria dos fundos emprestáveis, que pressupõe a necessidade prévia de recursos para empréstimos, e as teorias neoclássica de crescimento exógeno⁷ dos anos 1940 e 1950 (CASTRO, 2006; HERMANN, 2011).

A principal contribuição do modelo Gurley e Shaw foi atribuir papel central aos intermediários financeiros, bancários e não bancários, no financiamento dos investimentos. (CASTRO, 2006). O modelo pressupõe a existência de unidades superavitárias, que são os agentes que poupam mais do que gastam ou investem, e de unidades deficitárias, que são os agentes que consomem mais do que poupam ou os investidores que investem mais do que poupam. Argumenta-se que a transferência direta de recursos entre esses dois tipos de agentes seria ineficiente, seja em razão dos custos de análise de retorno, risco e acompanhamento, seja pela dificuldade natural de encontrar agentes com compatibilidade de intenções e de prazo. O argumento do modelo é que a intermediação financeira reduziria esses custos e as dificuldades. (ARAÚJO, 2009).

Dessa forma, segundo o modelo, ao sistema financeiro competiria a função de intermediação, cuja principal incumbência seria transferir os recursos das unidades superavitárias para as unidades deficitárias. Tal funcionalidade do sistema financeiro,

² GURLEY, John G.; SHAW, Edward S. Financial aspects of economic development. *The American Economic Review*, v. 45, n. 4, p. 515-538, 1955.

³ SHAW, Edward Stone. *Financial deepening in economic development*. New York: Oxford University, 1973.

⁴ MCKINNON, Ronald I. *Money and capital in economic development*. Brookings Institution Press, 2010.

⁵ Para uma exposição formal, bem como, um sumário sobre as principais aplicações econométricas do modelo Shaw-McKinnon ver por exemplo: HERMANN, J. O modelo de liberalização financeira dos anos 1990: "restatement" ou autocrítica? *Nova Economia*, v. 13, n. 2, 2009.

⁶ FAMA, Eugene F.; MALKIEL, Burton G. Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. *The Journal of Finance*, v. 25, n. 2, p. 383-417, 1970.

⁷ Harold (1948); Domar (1947 e 1957); Kaldor (1955-56) e Solow (1956). Para uma exposição didática dessas teorias ver: JONES, Charles I. *Introdução à Teoria do Crescimento Econômico*. Ed. Campus, Rio de Janeiro, 2000.

segundo os autores do modelo, propicia maiores níveis de investimentos e amplia a eficiência na alocação de recursos do sistema econômico, uma vez que permite uma ordenação mais eficiente dos investimentos a partir de suas taxas de retornos:

An economy without financial assets would require each spending unit to invest in new tangible assets whatever part of its current income was not consumed, assuming that there is no trading in existing tangible assets (...). This sort of arrangement would early likely lead to a relatively low level of investment and saving and hence, to a relatively low growth rate of output. The absence of financial assets, moreover, would bring about an inefficient allocation of resources. An ordering of investment opportunities by their expected rates of return almost always limits investment by some units that exceeds their saving (that is, deficits) and investment by others that falls short of their saving (that is surpluses). But without financial assets this efficient ordering of investment cannot often be achieved. Relatively inferior investment projects are undertaken and many of the superior ones go by the boards simply because there is no efficient way to distribute investment projects among spending units in a manner that differs from the distribution of saving among them. (GURLEY e SHAW, 1960, p. 196 citado por CASTRO, 2006, p. 33).

Nesta explanação é possível notar a utilização pelos autores da teoria dos fundos emprestáveis, ou seja, para ocorrer o financiamento é necessária a acumulação prévia de poupança. Como consequência, o volume de poupança dos agentes superavitários impõe limite à expansão dos empréstimos. De todo modo, a funcionalidade do sistema financeiro no modelo de Gurley e Shaw está relacionada à uma alocação eficiente entre os fundos poupados e as diversas oportunidades de investimentos que requerem financiamento:

Assim, os intermediários financeiros têm uma função especial na economia, de atuar como transformadores de maturidades, compatibilizando as necessidades de financiamento dos investidores com desejos de poupança dos poupadores, ao transformarem ativos ilíquidos e de mais longa maturidade (empréstimos) em ativos líquidos de maturidades mais curta (depósitos). (PAULA, 2013, p. 369).

Segundo Castro (2006), as teorias neoclássicas de crescimento exógeno são empregadas no modelo Shaw-McKinnon para estabelecer uma relação direta entre poupança e crescimento econômico. Contudo, ao contrário do que pressupõe as teorias do crescimento, no modelo Shaw-McKinnon a poupança deixa de ser uma variável estrutural e passa a ser uma variável influenciável por meio de políticas de incentivos. A autora, enfatiza que neste modelo a poupança não é vista apenas como uma condição de equilíbrio, na qual a poupança se iguala ao investimento, mas sim

como uma relação determinística de causalidade da poupança para o investimento. Em outras palavras e também de modo mais direto: é a poupança que gera o investimento.

Como mencionado, outro pilar em que se apoia o modelo Shaw-McKinnon é a hipótese dos mercados eficientes (HME)⁸. Esta hipótese decorre de uma aplicação da abordagem das expectativas racionais para o sistema financeiro, “pois em ambas, os agentes são racionais e utilizam toda informação disponível, maximizando sua utilidade na formação de expectativas” (PEREIRA & URPIA, 2011, p. 140). A proposição central da HME é que os mercados financeiros tidos como eficientes são aqueles em que o preço dos ativos negociados sempre reflete inteiramente as informações disponíveis sobre os mesmos (RABELO JÚNIOR & IKEDA, 2004).

Para se chegar a essa proposição, a HME assume as premissas neoclássicas que são necessárias para validar suas enunciações⁹. Inicialmente, supõe-se que exista um grande número de participantes, de modo que as ações isoladas de cada participante sejam incapazes de exercer influência sobre os preços dos ativos (concorrência perfeita). Considera-se também que todas as informações relevantes sobre determinado ativo estão amplamente disponíveis a todos os participantes e isentas de quaisquer tipos de custos (informação perfeita). A HME assume ainda que todos os investidores são racionais, de forma que estando de posse de todas as informações disponíveis, esses investidores gerariam expectativas homogêneas sobre o retorno dos ativos (racionalidade dos agentes). E, ainda que possa existir no mercado alguns investidores irracionais, isso não alteraria a suposição anterior, pois argumenta-se que a atitude destes (irracionais) no mercado seguiria um caminho aleatório (*random walk*) que por resultado se anulariam mutuamente (ALDRIGHI & MILANEZ, 2005). Com estas premissas, é que se impõe a eficiência dos mercados em refletir corretamente o valor intrínseco dos ativos:

An efficient market, competition among the many intelligent participants leads to a situation where, at any point in time, actual prices of individual securities already reflect the effects of information based both on events that have already occurred and on events which, as of now, the market expects to take

⁸ Para o leitor interessado em uma exposição completa da HME desde sua gênese, ver por exemplo: READ, Colin. *The Efficient Market Hypothesis: Bachelier, Samuelson, Fama, Ross, Tobin and Shiller*. Palgrave Macmillan, 2012.

⁹ Segundo Fama (1995), a não existência de todas essas premissas no mercado não invalidaria por completo a hipótese da eficiência dos mercados. Assim, o autor distinguiu a eficiência do mercado em três níveis: a forma fraca; semiforte e forte, conforme a presença dessas premissas nos mercados.

place in the future. In other words, in an efficient market at any point in time the actual price of a security will be a good estimate of its intrinsic value. (FAMA, 1995, p. 76).

Em resumo, a HME advoga que a atuação livre dos participantes do mercado financeiro conduzirá sempre o mercado a refletir corretamente o valor intrínseco dos diversos ativos em cada momento.

As conclusões da HME, transpostas para o modelo Shaw-McKinnon de intermediação financeira, implicam que as taxas de juros livremente pactuadas, entre as unidades deficitárias e as unidades superavitárias, refletiriam seu verdadeiro valor e que, por isso, possuiriam o condão de conduzir o sistema a uma alocação eficiente ou ótima entre poupança e investimento (HERMANN, 2011).

Por esta razão que os autores do modelo argumentam que nos países em desenvolvimento, a intervenção estatal no mercado de crédito com o objetivo de alavancar o processo de industrialização levaria a ineficiência alocativa de recursos. Segundo a hipótese da repressão financeira, as intervenções do governo no mercado de crédito, ofertando recursos financeiros para investimento a taxas de juros subsidiadas abaixo do nível de equilíbrio de mercado (*market-clearing interest rates*), criariam distorções que impediriam o regular desenvolvimento dos mercados financeiros condenando-os ao subdesenvolvimento. O motivo é que as taxas de juros abaixo do equilíbrio de mercado desestimulariam a formação da poupança necessária para financiar os investimentos da economia acarretando escassez das fontes de recursos, relegando a economia ao sub investimento.

Além disso, outra consequência da repressão financeira é que esta provocaria uma distorção alocativa entre os setores da economia. Isso porque, os setores beneficiados com os subsídios seriam sobre investidos, enquanto que os setores não beneficiados seriam sub investidos. Argumenta-se ainda que, ao manter as taxas de juros artificialmente abaixo do equilíbrio de mercado, investimentos de baixo retorno, que em condições normais seriam descartados, tornam-se viáveis retirando recursos dos investimentos mais rentáveis. Esses argumentos se baseiam na crença da superioridade alocativa do mercado sobre qualquer outra alternativa, nas palavras de Stiglitz:

The standard argument against it [financial repression] is that low interest rates reduce savings and thus inhibit economic growth. It is argued that because financial institutions are essential to the efficient allocation of capital,

free competitive markets are needed to ensure that resources go to those who value them the most. The borrowers who are willing to pay the highest interest rates on loans are those whose projects will yield the highest return. If governments restrict interest rates and replace efficient market allocation mechanisms with capricious public selection processes, the result is less capital, and what capital there is will be less efficiently allocated. (STIGLITZ, 1993, p.40, citado por CASTRO, 2006, p. 37).

Com este diagnóstico a hipótese da repressão financeira propõe que os países em desenvolvimento deveriam remover todos os subsídios de crédito, liberalizando o mercado financeiro de modo que a taxa de juros de equilíbrio passe a refletir corretamente a oferta e a demanda de fundos. O aumento das taxas de juros elevaria a propensão a poupar dos agentes que, de modo agregado, ocasionaria um influxo de depósitos para os intermediários financeiros, aumentando a capacidade de emprestar destes últimos. (Agénor & Montiel, 1999¹⁰, citado por Hermann, 2011). Deste modo, para hipótese da repressão financeira, a insuficiência de poupança seria o principal entrave para que os mercados financeiros dos países atrasados se desenvolvam e se aprofundem com vistas a promover o crescimento econômico.

Neste enfoque de liberalização dos mercados, o modelo Shaw-McKinnon não faz qualquer distinção entre mecanismos de financiamento de curto e de longo prazo. A explicação é que as taxas de retorno dos diferentes ativos, em equilíbrio, refletem a diferença entre seus graus de riscos, e que estes dependem em parte da maturidade dos ativos. Assim, o mercado sendo livre para exprimir corretamente o grau de risco, espontaneamente seria capaz de estabelecer mecanismos suficientes para o financiamento de curto e também de longo prazo. (HERMANN, 2011).

Se a distinção entre mecanismos de financiamento de curto e de longo prazo não é relevante para o modelo Shaw-MacKinnon, a criação de instituições especializadas com propósitos específicos, como os bancos públicos, é vista como desnecessária e inclusive deletéria (ARAÚJO, 2009; HERMANN, 2011). A justificativa é que a intervenção governamental não tem sentido econômico, uma vez que “se confirma os preços de mercado, é redundante e, portanto, um desperdício de recursos públicos; se ocorre ou induz a preços distintos dos que seriam livremente praticados é uma distorção, que reduz a eficiência do mercado.” (HERMANN, 2011, p. 402). Isto

¹⁰ AGÉNOR, P. e MONTIEL, P. J. *Development Macroeconomics*. 2º ed. New Jersey: Princeton University Press, 1999.

é, no modelo Shaw-MacKinnon não há qualquer espaço para a intervenção estatal por meio da propriedade direta de bancos.

A despeito da crença nas forças de mercado e da repulsa à intervenção estatal, Hermann (2011) lembra que o modelo Shaw-McKinnon pode consentir com alguma intervenção do Estado, ainda que indireta. Segundo a autora, as formas que o modelo pode admitir são: i) supervisão (mas não necessariamente a regulamentação); ii) a manutenção de um sistema jurídico eficiente, de modo a assegurar a proteção dos direitos dos credores¹¹; iii) manutenção dos fundamentos macroeconômicos em equilíbrio (estabilidade monetária e cambial). Assim, o objetivo da atuação do Estado no mercado financeiro seria apenas garantir a segurança do poupador, instituindo um ambiente propício para a realização dos negócios.

Em conclusão, o modelo Shaw-McKinnon defende que o baixo desenvolvimento dos mercados financeiros de economias atrasadas não tem qualquer ligação com as dificuldades intrínsecas do livre mercado em se desenvolver, mas seria reflexo das políticas equivocadas de repressão financeira que inibem a formação de poupança adequada para o financiamento dos investimentos. Dentre as políticas de repressão financeira que impedem o desenvolvimento do sistema financeiro destacam-se a atuação do Estado como fornecedor de crédito abaixo do nível de equilíbrio, créditos direcionados, fornecimento de crédito de longo prazo e também a atuação direta por meio de bancos públicos.

2.1.2 Falhas de Mercado e Bancos Públicos: a abordagem novo-keynesiana

Conforme visto na seção anterior, o mercado seria capaz, por meio de mecanismos próprios, de conduzir a sua própria evolução e ainda atender aos anseios da sociedade pelo desenvolvimento econômico e social. No entanto, a despeito da influência desses trabalhos na política econômica em que diversos países adotaram esta tese e promoveram algum tipo de liberalização de seus mercados financeiros, é certo que alguns países lograram sucesso em seus sistemas financeiros com algum tipo de intervenção estatal.

¹¹ Segundo Hermann (2011), alguns estudos que ressaltam as implicações dos arcabouços jurídicos para o desenvolvimento do Sistema financeiro: La Porta et. al. (2000), Dermigüç-Kunt et al (2003), Dermigüç-Kunt (2006) entre outros. Especificamente para o Brasil, ver: Pinheiro e Cabral (1998), Pinheiro (2003), Arida, Bacha e Resende (2004) e Bacha (2005).

No campo teórico, o debate sobre a racionalidade da intervenção estatal concentrou-se no conceito de imperfeições do mercado, derivando assim na contraposição de proposições de “falhas de mercado”¹² e “falhas de governo”. Em linhas gerais, significa que haveria falhas inerentes ao processo de atuação dos agentes que impediria os mercados de atingir a propalada eficiência alocativa, justificando assim a intervenção estatal nesses mercados, que teria o objetivo de corrigir ou ao menos mitigar essas falhas. Por outro lado, os críticos dessa tese, argumentam que o governo não seria um agente superior aos demais e que por isso não estaria isento de deficiências próprias. E, ainda que se aceite a tese das falhas de mercados, esses críticos argumentam que as falhas de governo acarretariam um custo superior aos supostos benefícios da intervenção estatal. Por estas razões, defendem que seria economicamente mais racional deixar os mercados atuarem livremente com o mínimo de intervenção a tentar corrigir supostas falhas.

2.1.2.1 A tese das Falhas de Mercado na intermediação financeira

O principal foco de crítica da corrente novo-keynesiana à corrente neoclássica, representada pelo modelo Shaw-McKinnon, é a validade da HME que é substituída pela tese de falhas de mercado, ou seja, o mercado deixa de ser eficiente. O foco da crítica são as premissas que embasam a HME, notadamente as suposições de que a informação é completa e sem custos, que o mercado é perfeitamente competitivo e que os preços são flexíveis.

Falhas de mercado podem ser conceituadas como “condições, transitórias ou permanentes, que impedem a operação eficiente do mercado, isto é, que os preços e volumes negociados se ajustem, refletindo, corretamente e em curto prazo, as informações relativas ao retorno e risco de cada ativo” (HERMAN, 2011, p. 403). Cinco tipos de falhas de mercado são comumente apontadas como geradoras de ineficiências nos mercados: i) custos de transação; ii) custos e assimetria de informação; iii) externalidades positivas e negativas; iv) mercados incompletos; v) concorrência imperfeita.

Inicialmente, os defensores da tese de falhas de mercado afirmam que, diferentemente das proposições neoclássicas de equilíbrio geral, o mercado de crédito não é como o mercado de bens, pois o preço do crédito – definido pela taxa de juros

¹² O principal expoente da hipótese de falhas de mercado é o economista Joseph Stiglitz.

– não é um preço convencional da economia, pois ele será concretizado somente após o cumprimento de uma promessa de pagamento. Assim, este preço tem um componente intrínseco de risco que os demais preços não possuem. (STIGLITZ & GREENWALD, 2004). Assim, diferentemente da abordagem neoclássica, a interação entre demanda e oferta nos mercados financeiros não assegura um preço (taxa de juros) capaz de gerar equilíbrio nesses mercados.

Nesse sentido, o principal componente para o fornecimento do crédito é a informação. Por isso, o crédito pode ser criado praticamente sem nenhuma utilização de fatores convencionais, como também pode ser destruído facilmente, o que torna difícil a utilização de modelos de equilíbrio geral padrão. Por esta visão, é a informação que assegura ao prestador, mas não sem riscos, que o devedor é merecedor de crédito. E sendo a informação importante, os prestadores despendem recursos analisando e selecionando os tomadores de crédito, gastos estes que são na sua maioria irrecuperáveis. (STIGLITZ & GREENWALD, 2004).

Corroborando essa divergência, Goodhart¹³ e Tobin¹⁴ citados por Hermann (2011) destacam que a inexistência de custos de informação e de transação, condição requerida para a validade da HME, é incompatível com a própria “razão de ser” do sistema financeiro. Pois, na ausência desses custos, poupadores e investidores prefeririam sempre o financiamento direto, evitando assim, o pagamento de rendas aos intermediários financeiros. Desta forma, segundo os autores, o simples fato da existência e também da dimensão da atividade intermediadora nas economias, constituem-se em provas empíricas inequívocas da presença regular e relevante desses custos no mercado de crédito.

Com estas considerações, a existência de *custos de transação e de informação* (falhas de mercado) nos mercados financeiros refuta as proposições da HME. De modo que, na presença desses custos, o livre mercado e seus mecanismos de ajustes não possuem mais as virtudes de eficiência alocativa. Neste sentido, com o propósito de verificar a validade da HME, suprimindo a premissa de ausência de

¹³ GOODHART, J. e SHAW, E. *Money, Information and Uncertainty*. 2º ed. London: MacMillan Press, 1989.

¹⁴ TOBIN, J. Financial Intermediates, in: P. Newman, M. Milgate e J. Eatwel (Ed.). *The New Palgrave Dictionary of Money and Finance*, vol. 1. London: MacMillan Press, 1994.

custos para a obtenção de informações, Grosman & Stiglitz¹⁵, citados por Aldrighi & Milanez (2005), demonstraram que a HME combinada com custos positivos de informação implicaria no colapso da conclusão da eficiência alocativa dos mercados competitivos, ou seja, sob essas novas condições os preços dos ativos não mais refletiriam seu valor intrínseco.

No entanto, a despeito dos esforços dos agentes em obter as informações necessárias para uma melhor avaliação do risco, nem toda a informação relevante encontra-se disponível. E, o fato de os tomadores de crédito conhecerem melhor sua real capacidade de pagamento que seus potenciais credores, contribui para os problemas informacionais que cercam as decisões dos agentes. Deste modo, como uma das partes detém mais informação do que a outra, impedindo a correta mensuração do risco pelo emprestador, ocorre uma falha de mercado denominada de *assimetria de informações*.

Os bancos realizam empréstimos interessados em maximizar o retorno esperado de acordo com os riscos associados a cada projeto. Neste caso, os riscos assumem a forma de probabilidade de pagamento dos empréstimos pelos tomadores. Idealmente, a taxa de juros teria a função de adequar o retorno esperado aos riscos de cada empréstimo concedido. No entanto, como os diferentes tomadores possuem diferentes probabilidades de pagamentos e, em razão da presença de assimetria de informações, torna-se difícil realizar a distinção entre “bons e maus pagadores”, os bancos adotam uma variedade de dispositivos de triagem (*screening devices*) para esse fim. (STIGLITZ & WEISS, 1981).

Um dos principais dispositivos de triagem é a própria taxa de juros que os bancos fixam para concessão de seus empréstimos. Primeiramente, na impossibilidade de os bancos distinguirem adequadamente os graus de riscos de cada um dos demandantes por crédito e assim fixar taxas de juros eficientes – tanto para o credor quanto para o tomador – os bancos definem taxas de juros homogêneas para projetos distintos quanto ao risco. O modelo assume que os bancos são capazes de distinguir apenas os retornos médios, sendo incapazes de conhecer o grau de risco individual de cada projeto:

¹⁵ GROSSMAN, Sanford e Joseph STIGLITZ. On the Impossibility of Informationally Efficient Markets. *American Economic Review* 70(3): 393-408, June 1980.

Different firms have different probability distributions of returns. We initially assume that the bank is able to distinguish projects with different mean returns, so we will at first confine ourselves to the decision problem of a bank facing projects having the same mean return. However, the bank cannot ascertain the riskiness of a project. (STIGLITZ & WESS, 1981, p. 395).

Para Hermann (2011), essa ação defensiva dos bancos, consistente em fixar uma taxa homogênea para os diversos projetos, constitui-se em fonte de ineficiência alocativa, pois as taxas de juros deixam de refletir corretamente os fundamentos microeconômicos de cada projeto ou de cada ativo negociado.

A taxa de juros aceita pelo tomador de empréstimo também pode funcionar como um importante dispositivo de sinalização de risco para os bancos. Neste caso, adota-se dois critérios: i) maiores taxas de retornos correspondem a maiores graus de riscos; ii) a taxa de juros aceita pelo tomador é um indicador de suas expectativas de retorno e de sua propensão a assumir riscos. Seguindo esses critérios, têm-se que os tomadores dispostos a contraírem empréstimos a taxas de juros mais altas, podem, em média, apresentarem riscos maiores. Enquanto que, os tomadores com riscos menores não estariam dispostos a pagar taxas de juros elevadas em razão de seu retorno esperado ser menor. (STIGLITZ & WEISS, 1981). A partir dessa constatação, Hermann (2011, p. 404) afirma que a proteção do credor, efetivada por meio da incorporação à taxa de juros do grau de risco estimado, – conforme apregoado pela HME – teria eficácia limitada. Isso porque, “o aumento da taxa de juros, diante da expectativa de riscos maiores, resultaria na atração de devedores mais propensos a risco (efeito seleção adversa), elevando o risco total a que se expõe o banco e reduzindo o retorno ajustado”.

Outra fonte de ineficiência do mercado financeiro são as externalidades típicas do funcionamento desse setor para a economia. As principais *externalidades positivas* do mercado financeiro decorrem de seus efeitos benéficos para o crescimento e desenvolvimento econômico. Por esta visão, a concessão de financiamento pelo sistema financeiro possibilita que a economia eleve sua taxa de investimento e em muitos casos também a produtividade. Também são apontadas como geradoras de externalidades positivas, as próprias funções típicas dos mercados financeiros. Em geral, argumenta-se que o mercado financeiro cumpre essencialmente as funções de coletar informações, administrar, assumir e partilhar riscos, selecionar projetos rentáveis, monitorar a aplicação do crédito, a organização e operação do sistema de pagamentos (HERMANN, 2011; STIGLITZ, 1994).

No entanto, o fato do mercado financeiro ser responsável por gerar importantes externalidades positivas não garante que isso ocorra a contento. O fornecimento de serviços financeiros, por exemplo, pode ficar restrito às regiões mais desenvolvidas, que apresentam rentabilidade positiva, deixando regiões isoladas órfãs desses serviços, prejudicando o desenvolvimento econômico. Outro exemplo é que alguns investimentos possuem um retorno social elevado, mas com retorno financeiro reduzido ou negativo, o que poderia limitar a realização desses investimentos (HERMANN, 2011; BID, 2005).

As *externalidades negativas* dos mercados financeiros são essencialmente associadas as possibilidades de geração e propagação de crises. Assim, por exemplo, a excessiva valorização dos ativos (bolhas), decorrente da demasiada assunção de riscos das instituições em períodos otimistas; a forte contração de crédito, pela cautela exagerada das instituições financeiras nas fases pessimistas; o efeito contágio de choques adversos em setores e/ou instituições, são exemplos de condições ou comportamentos em que os custos sociais podem superar os benefícios individuais, caracterizando-as como externalidades negativas (HERMANN, 2011; CARVALHO et al., 2000).

A *incompletude dos mercados financeiros e a concorrência imperfeita* decorrem justamente de desdobramentos das falhas de mercado analisadas – informação assimétrica e externalidades. A incompletude dos mercados financeiros manifesta-se em segmentos que envolvem maior dificuldade de avaliação e de compensação de riscos. São exemplos desses segmentos – o crédito de longo prazo; crédito para microempresas; financiamento de inovações ou de pesquisa e desenvolvimento. A incompletude dos mercados financeiros pode ocorrer inclusive em países desenvolvidos, pois a simples existência do mercado bancário indica incompletude do mercado de capitais.

No que concerne a concorrência imperfeita, argumenta-se que os custos de informação e as economias de escalas representam barreiras à entrada de novos concorrentes, resultando em concentração do mercado (HERMANN, 2011). Argumenta-se ainda que o mercado de crédito é diferente dos mercados convencionais de bens, pois nestes últimos os vendedores estão dispostos a venderem qualquer quantidade ao preço anunciado. Diferentemente, no mercado de crédito, pode ocorrer que o estabelecimento creditício não esteja disposto a fornecer crédito a determinado cliente, ainda que este ofereça um preço mais alto. No entanto, o

que se observa é que com o tempo estabelece-se uma relação de conhecimento e confiança entre o prestador e o tomador que produz resultados positivos para ambos. Essa proximidade entre prestador e tomador torna custoso a mudança de fornecedor de crédito. Desta forma, uma das principais características dos mercados financeiros é a concorrência imperfeita. (STIGLITZ, 1993).

2.1.2.2 Falhas de Mercado e racionamento do crédito

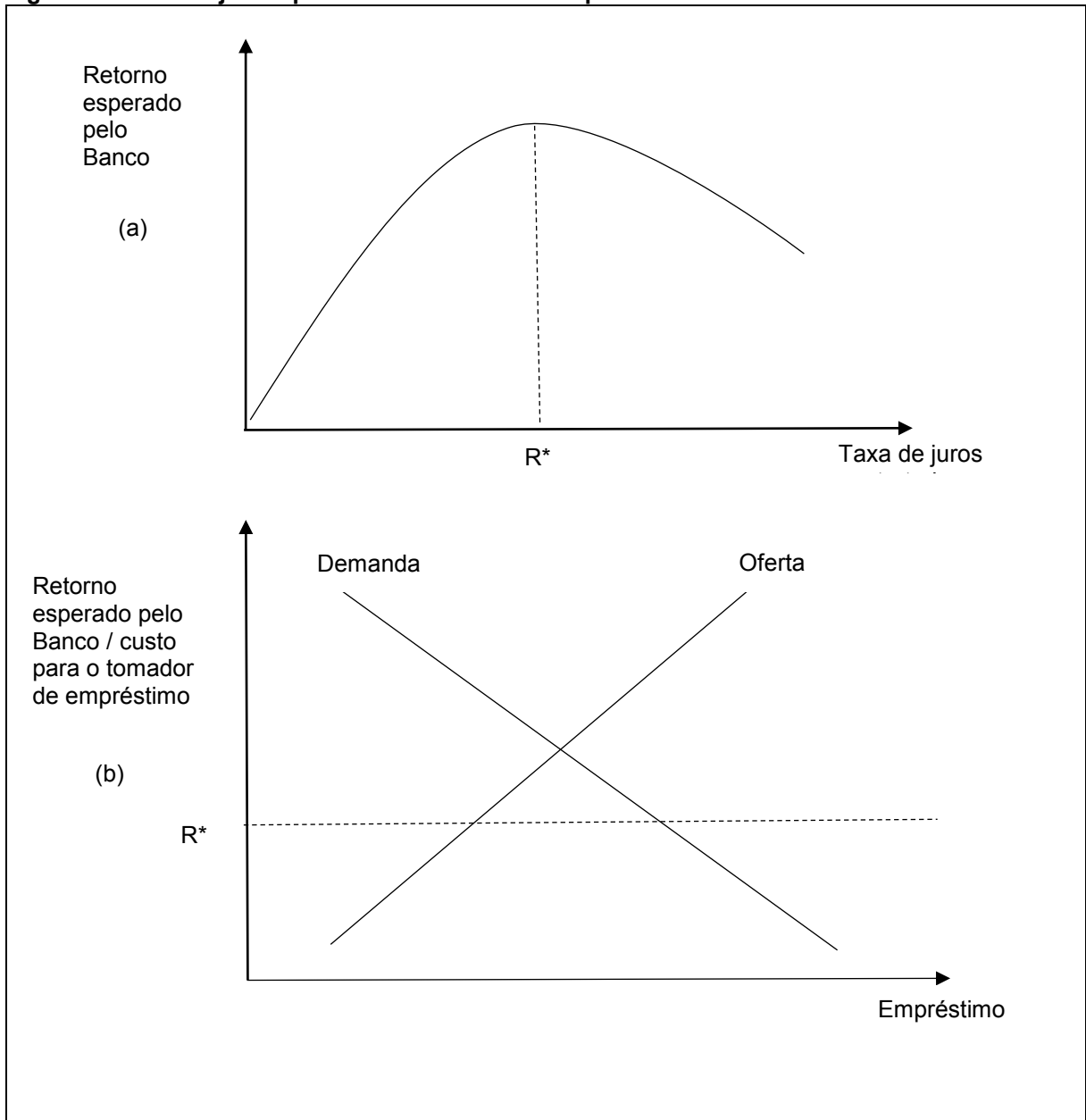
Os modelos neoclássicos, embasados pela HME, atribuem às taxas de juros (preço) o papel de promover o *clearing* nos mercados de crédito entre as unidades deficitárias e as superavitárias (modelo Gurley-Shaw). Assim, as taxas de juros teriam a capacidade de refletir adequadamente a produtividade marginal do capital e a alocação eficiente entre poupança e investimento da economia. No entanto, Stiglitz e Weiss (1981) demonstraram que o equilíbrio no mercado de crédito ocorre via quantidade com racionamento do crédito e não mais via taxa de juros. A conclusão é que na presença de falhas de mercado, principalmente de assimetria de informações, os bancos adotam comportamento maximizador diverso daquele proposto pelas teorias neoclássicas.

Segundo Stiglitz e Weiss (1981), em um mundo com informação perfeita e sem custos, os bancos seriam capazes de determinar com precisão os diversos graus de riscos de cada tomador, bem como todas as ações que poderiam afetar o retorno do empréstimo. Contudo, em decorrência do problema de assimetria de informações, o banco é incapaz de distinguir os bons mutuários dos ruins. Como forma de remediar essa deficiência, os bancos utilizam-se da taxa de juros como meio de sinalização e de seleção de mutuários.

Para tanto, o modelo de racionamento do crédito argumenta que o retorno esperado pelo banco é uma função da taxa de juros contratada. A elevação das taxas de juros não aumenta proporcionalmente o retorno esperado do banco, pois também eleva, simultaneamente, o risco de *default*. A razão para que o risco de *default* se eleve com o aumento da taxa de juros reside nos efeitos de seleção adversa e de incentivo adverso. Segundo esses efeitos, com taxas de juros maiores, obtém-se, na média, um conjunto de mutuários de qualidade inferior e também incentiva cada mutuário a assumir riscos maiores. Esses efeitos podem ser tão fortes que o retorno líquido esperado pelo banco pode inclusive decrescer após a majoração das taxas de

juros por eles cobradas. (STIGLITZ & WEISS, 2004). Por essa discussão, têm-se que existe uma taxa que maximize o retorno esperado pelo banco, essa taxa está representada na figura abaixo (R^*).

Figura 1 – Taxa de juros que maximiza o retorno esperado do Banco



Fonte: Stiglitz & Greenwald, 2004, p. 59.

A figura 1.1b, demonstra que a taxa de juros que maximiza o retorno esperado do banco (R^*) é menor que a taxa de juros que equilibraria a oferta e a demanda por crédito no mercado, ocasionando um equilíbrio com racionamento de crédito, no qual a demanda supera a oferta. A análise tradicional, diria que existindo um excesso de demanda por empréstimos, os mutuários insatisfeitos estariam

dispostos a pagar uma taxa de juros maior até o ponto em que a demanda se igualaria a oferta. Contudo, conforme defendem Stiglitz e Weiss (1981), para os bancos, a taxa de juros R^* é uma taxa de equilíbrio, pois os bancos não emprestariam a tomadores que estariam dispostos a pagar juros acima de R^* :

The bank would not lend to an individual who offered to pay more than R^* . In the bank's judgment, such a loan is likely to be a worse risk than the average loan at interest rate R^* , and the expected return to a loan at an interest rate above R^* is actually lower than the expected return to the loans the bank is presently making. Hence, there are no competitive forces leading supply to equal demand, and credit is rationed. (STIGLITZ & WEISS, 1981, p. 394).

Hermann (2000) demonstrou que, sob as condições de assimetria de informações, o custo e a oferta de crédito são determinados por um critério de risco máximo aceitável. Assim, os bancos ao definirem sua exposição máxima à riscos fixam a taxa de juros de modo a maximizar o retorno ajustado ao risco definido. Desse modo, quanto maior o risco aceitável, maiores serão as taxas de juros e também a oferta de crédito, o contrário sendo verdadeiro.

Por estas razões é que, segundo o modelo de racionamento de crédito, o comportamento dos bancos pode ser pró-cíclico e, portanto, instabilizador. Nas fases de maior crescimento e de euforia, os bancos e também os demais agentes, mostraram-se mais otimistas e propensos a aceitarem riscos maiores, o que implica em expandir a oferta de crédito. Lado outro, nas fases recessivas, o comportamento mais prudente dos bancos reduz seu risco aceitável, implicando em contração do crédito (racionamento) o que poderia agravar a retração econômica (HERMANN, 2011).

Neste caso, supõe-se que os retornos esperados dos projetos tidos como arriscados e também os seguros são ambos mantidos constantes, de modo que o que muda é apenas a propensão ao risco dos bancos. No entanto, segundo Stiglitz e Greenwald (2004, p. 63-66), o que determina o comportamento dos bancos nos ciclos econômicos é variação da rentabilidade entre os projetos mais arriscados em relação aos projetos mais seguros.

Em resumo, o principal resultado do modelo de racionamento de crédito é que na presença de assimetrias de informação, o comportamento maximizador dos agentes pode leva-los a equilíbrios com racionamento de crédito, posto que a taxa de juros, além de não exercer o papel de equilibrar o mercado, também gera efeitos adversos de seleção e incentivo. Em outras palavras, diante de custos e riscos

decorrente da informação assimétrica, a eficiência microeconômica das instituições não conduz necessariamente a eficiência macroeconômica do mercado financeiro na alocação de recursos, o que, segundo Hermann (2011) pode justificar algum tipo de intervenção do Estado.

2.2 Instabilidade Financeira e Bancos Públicos: a abordagem pós-keynesiana do sistema financeiro

Nesta abordagem, o sistema capitalista é considerado inerentemente instável e sujeito a crises justamente em decorrência da livre atuação dos agentes na busca de maximização de seus retornos individuais. Segundo essa vertente, a *incerteza* que se faz presente em todas as decisões econômicas dos agentes que impede que os agentes atuem de forma eficiente.

Conforme conceituado por Hermann (2011, p. 406), a incerteza “refere-se ao que, reconhecidamente, não pode ser previsto e, portanto, não pode ser precificado”. Assim, existe uma evidente distinção entre os conceitos de risco e de incerteza. Enquanto que o risco pode ser quantificado e assim incluído em modelos de probabilidade com a finalidade de subsidiar decisões, a incerteza, ao contrário, decorre, exclusivamente, de eventos que não podem ser previstos, o que torna difícil e até impossível sua mensuração a níveis confiáveis.

Segundo Kregel¹⁶ (citado por Hermann, 2011), como o mercado financeiro negocia direitos sobre rendas futuras, o problema não se resume ao custo e ao acesso da informação, mas a inexistência de informações, que caracteriza a incerteza. Deste modo, utilizar toda a informação disponível não garante a eficiência (micro e macro) das decisões econômicas, pois grande parte das informações necessárias simplesmente não estão disponíveis.

Com efeito, conforme destacado por Hermann (2011), a incerteza não conduz à inação dos agentes, os quais desenvolveram mecanismos de defesa como a fixação de contratos; a possibilidade de revisão de posições em mercados secundários; a diversificação de portfólio; e inclusive a total rejeição de ativos não monetários em ambiente de forte incerteza. No entanto, adverte a autora, apesar da

¹⁶ KREGEL, J. Markets and Institutions as features of a Capitalistic Production System. *Journal of Post Keynesian Economics*, Fall, Vol. 3, n. ° 1, pp. 32-48, 1980.

intenção dos agentes em minorar os efeitos da incerteza em suas decisões, esses mecanismos têm eficácia limitada, mantendo a condição de ineficiência do mercado inclusive no plano microeconômico.

Esses mecanismos de defesa individual utilizados pelos agentes como forma de reduzir a incerteza sobre o futuro podem inclusive tornarem-se fontes adicionais de ineficiência e instabilidade. Nesse sentido, contratos financeiros pactuados em momentos de bonança, em que as expectativas subjetivas dos agentes são tomadas por otimismo, podem significar um peso excessivo não suportável, quando, por motivos diversos, as expectativas não se confirmarem.

Assim, a incerteza conduz a efeitos nefastos sobre os ciclos econômicos: nos momentos de otimismo a redução da *preferência por liquidez*¹⁷ dos agentes conduz à *fragilidade financeira* das estruturas de financiamento; nos momentos de pessimismo, a preferência pela liquidez dos agentes e principalmente dos bancos se eleva impedindo que a economia retome o caminho do crescimento e normalidade dos negócios. A próxima seção se dedica a apresentar a hipótese da instabilidade financeira desenvolvida por Minsky.

2.2.1 A hipótese da Instabilidade Financeira de Minsky¹⁸

Segundo o próprio Minsky (2009), a hipótese da instabilidade financeira é uma interpretação do conteúdo da “Teoria Geral” de Keynes. Apesar da modéstia do autor, outros autores (Papadimitriou e Wray, 2013; Silva, 2013; Lourenço, 2006) a classificam como um verdadeiro aprofundamento da “teoria do ciclo de investimento” de Keynes preenchendo uma lacuna sobre as implicações da teoria de Keynes para a política econômica. Argumenta-se que a contribuição de Minsky está em conceber um tratamento financeiro às reflexões de Keynes sobre o papel do investimento no sistema capitalista.

¹⁷ A preferência pela liquidez decorre da teoria de demanda por moeda desenvolvida por Keynes, segundo a qual os agentes poderiam reter riqueza em forma de moeda, ainda que essa atitude implique em renúncia a eventual ganho. Segundo Keynes, a existência de incerteza em relação ao futuro é uma condição necessária para a manifestação da preferência pela liquidez como forma de manter riqueza. (Keynes, 1985, cap. 13).

¹⁸ Esta seção é baseada inteiramente na obra de Minsky: “Estabilizando uma economia instável. 2º ed. Osasco: Novo Século Editora, 2013.”

O desenvolvimento da hipótese da instabilidade financeira ocorreu de forma gradual durante a carreira de Minsky como professor e consultor nos anos 1960, 1970 e 1980. Segundo o próprio autor (2009), a hipótese da instabilidade financeira é inspirada, além de Keynes, na visão creditícia do dinheiro e das finanças de Joseph Schumpeter¹⁹, na descrição de deflação de ativos de Irving Fisher²⁰ e nos processos desequilibradores autossustentáveis de Charles Kindleberger²¹. Segundo Papadimitriou e Wray (2013), Minsky aprimorou sua abordagem incorporando nas versões posteriores de sua teoria a equação Kaleckiana; o sistema de dois preços de Keynes; e o tratamento sobre dos balanços setoriais.

Conforme salientado por Minsky (2009, p. 315), “o argumento teórico da instabilidade financeira começa pela caracterização da economia como uma economia capitalista com ativos de capital caros e um complexo e sofisticado sistema financeiro”. Assim, para um entendimento adequado da hipótese de instabilidade financeira é necessário compreender os determinantes do investimento e suas relações com o mundo das finanças, tema da próxima seção.

2.2.1.1 Investimentos e finanças

Inicialmente, Minsky ressalta que sua análise sobre os determinantes do investimento é realizada para uma economia capitalista. Sendo que nesta economia capitalista os mercados financeiros são de singular importância pois possibilitam a precificação de posições em ativos de capital produtivo e também dos fluxos futuros de renda desses ativos:

(...) por economia capitalista subentende-se um sistema no qual os meios de produção são de propriedade privada e a diferença entre as receitas totais e custos de mão de obra constitui a renda dos proprietários dos ativos de capital. Esses ativos podem ser tanto comercializados como hipotecados (estabelecidos como garantias de empréstimos) e os instrumentos financeiros resultantes de hipoteca ou participações acionárias podem ser comercializados a preços de mercado. Os processos de mercado, conseqüentemente, convertem (capitalizam) fluxos contratuais ou esperados de vários ativos produtivos e ativos financeiros num conjunto de preços correntes (MINSKY, 2013, p. 195).

¹⁹ SCHUMPETER, J. A. *Theory of Economic Development*. Cambridge, Mass. Harvard University Press, 1934.

²⁰ FISHER, I. The Debt Deflation Theory of Great Depressions. *Econometrica*, 1933.

²¹ KINDLEBERGER, C. *Manias, Panics and Crashes*. New York, Basic Books, 1978.

No que tange ao conceito de investimento, Minsky é objetivo afirmando que investimento é a produção de ativos produtivos. E que uma de suas características é que o investimento “(...) é como um título financeiro, na medida em que envolve uma troca de dinheiro no presente por dinheiro no futuro” (MINSKY, 2013, p. 192). Ou seja, a decisão de investimento leva em conta o tempo e carrega uma expectativa de que o investimento propicie retorno positivo, sendo, portanto, uma das formas de alocação de capital visando sua ampliação.

Sendo o investimento um ativo que se busca a rentabilização do capital, a análise deve enveredar-se por explicar a determinação de seu preço de demanda. Para tanto, Minsky retoma o conceito de *quasi-rents* de Keynes que se refere “a diferença entre o faturamento total e os custos diretos correntes; trata-se de um conceito de lucro bruto” (MINSKY, 2013, p. 200). Assim, os ativos de capital são atrativos pois se espera que sejam capazes de gerar *quasi-rents*.

Minsky (op. cit.) prossegue explicando que, assim como na precificação de ativos financeiros, os preços de mercado dos ativos produtivos são determinados pelo valor presente descontado dos fluxos de caixa esperados (*quasi-rents* esperados). De tal forma que, se o valor presente estimado for superior ao custo de aquisição dos ativos produtivos, o investimento mostrar-se-á viável economicamente. No entanto, ao contrário dos ativos financeiros cujos fluxos de caixa são determinados contratualmente, os fluxos de caixa dos ativos produtivos são incertos e permeados pela incerteza. Ainda que os riscos de cada ativo possam estar incluídos no cálculo econômico, por meio da taxa de capitalização dos fluxos de caixa futuro, o que o autor ressalta é que a incerteza, diferentemente do risco, não pode ser mensurada, e, portanto, não pode ser precificada.

Outro fator apontado por Minsky (2013) como determinante nos preços de demanda dos ativos de capital é o seu grau de liquidez. A liquidez é definida pelo autor como a capacidade que o ativo possui de gerar fluxo de caixa quando for vendido ou hipotecado. Minsky salienta que o estágio atual de desenvolvimento dos mercados financeiros possibilita a negociação dos ativos produtivos, em conjunto ou em partes, conferindo variados graus de liquidez a esses ativos.

Ainda quanto ao atributo de liquidez dos ativos produtivos, Minsky (2013) observa que este possui relação direta com o estado geral de liquidez da economia, ou seja, que a quantidade de moeda influencia no preço de demanda dos ativos. Para tanto, o autor lembra que muitos investimentos, como também a propriedade de ativos

de capital, requerem o cumprimento de compromissos de pagamentos que são satisfeitos apenas em dinheiro. Isto é, as empresas necessitam de moeda para fazer frente a seus compromissos diários, realizando pagamentos de fornecedores, de trabalhadores e também de seus compromissos financeiros assumidos no passado. Portanto, “num mundo de débitos e créditos monetários, para qualquer agente é de bom alvitre manter algum dinheiro em mãos como salvaguarda contra contingências desfavoráveis” (MINSKY, 2013, p. 202). Assim, a moeda enquanto ativo, apesar de não gerar uma renda explícita, é o único ativo que permite aos agentes a liquidação de compromissos e a realização de transações à vista.

Diante das considerações anteriores é de se esperar que as empresas adotem algum portfólio que contemple, além de seus ativos produtivos, certa quantidade de moeda e de ativos financeiros de alta liquidez que funcionem como substitutos da moeda. Destarte, para a determinação dos preços dos ativos de capital, Minsky afirma que o preço da moeda não se altera, de tal forma que é o preço do ativo que muda conforme as condições de liquidez da economia se modificam. Assim, “quanto mais abundante a moeda, sob determinada percepção de expectativas relativas ao fluxo de caixa e de incertezas associadas, maiores serão os preços dos ativos de capital produtivos e financeiros, e vice-versa”. (MINSKY, 2013, p. 203). Em resumo, o autor aduz que “o preço de um ativo de capital é uma função crescente da quantidade da moeda, pois, na medida em que essa quantidade aumenta, o valor do prêmio de liquidez diminui.” (MINSKY, 2013, p. 204).

Essa relação positiva entre quantidade de moeda e preços dos ativos é o que se espera em sistemas econômicos em estado de funcionamento normal. Não obstante, Minsky (2013) admite a existência de exceções a essa regra em situações denominadas como patológicas. Como exemplo, o autor cita que após uma deflação de ativos será provável que ocorra uma demanda insaciável por liquidez, de tal modo que uma expansão monetária não mais afetaria o preço dos ativos. Há ainda o caso de expectativas inflacionárias, na qual o preço dos ativos produtivos tende a aumentar a uma taxa maior que a taxa de expansão monetária, caracterizando o que o autor chamou de “fuga da moeda”. Nesse caso, a posse da moeda penaliza quem a mantém em seu portfólio pela redução do valor relativo dos bens e de outros ativos.

Minsky (2013) adverte que mais importante do que o reconhecimento de uma relação positiva entre quantidade de moeda e os preços dos ativos produtivos é a percepção de que essa relação não é estável na economia, estando sujeita a

mudanças em função de alterações nas expectativas dos agentes quanto a seus fluxos de caixa. Segundo o autor, esta seria inclusive uma das fontes de instabilidades econômicas. Em situações de expansões da renda, a conseqüente elevação do consumo e dos lucros induzirão a diminuição da importância da liquidez nos balanços de ativos das empresas, ocorrendo um decréscimo da relação entre capital próprio e de capital de terceiros, de forma que fique mais vulnerável às condições de financiamento.²²

Enfim, têm-se que o preço de demanda dos ativos de capital (P_{ki}) é uma função dos *quasi-rents* (Q_{ki}) futuros esperados, bem como da sua conversão em valor presente, e também das condições de liquidez, representada pela quantidade de moeda (M). Em linguagem matemática estas relações podem ser expressadas como segue: $P_{ki} = f(zQ_{ki}); (M)$, em que “ z ” é a função de capitalização dos *quasi-rents* futuros.

Elucidado os determinantes do preço de demanda dos ativos produtivos, necessário responder sobre os determinantes do preço de oferta desses bens. Antes, porém, é oportuna uma distinção semântica utilizada por Minsky (2013). O autor utiliza o termo “bens de investimentos” para se referir àqueles bens de capital que ainda estão em fase de produção e incorporação e o termo “bens de capital” àqueles que se encontram em pleno funcionamento.

Na determinação do preço de oferta dos bens de investimentos o autor utilizou o mesmo aparato teórico da determinação de preços de qualquer bem correntemente produzido. Assim, o preço de oferta de um bem de investimento (P_i) depende dos seus custos diretos de produção e do *mark up* aplicado sobre os custos. Importante ressaltar que o financiamento da produção dos bens de investimentos é tipicamente de curto prazo e preponderantemente realizado por empréstimos bancários. De tal sorte que a oferta dos bens em geral, incluídos também os bens de investimento, “ (...) incluem um item de custos referente aos juros do financiamento da produção. Quanto mais longo o período de produção maior esse custo. ” (MINSKY, 2013: 207).

Segundo Minsky (2013), os preços de demanda “ P_k ” e “ P_i ” apesar de determinados em mercados distintos e dependerem de diferentes variáveis, estão

²² Esse processo será melhor explicado na seção precedente que trata especificamente da hipótese da fragilidade financeira.

ambos inter-relacionados, pois uma vez instalados e incorporados, os bens de investimentos tornam-se ativos de capital. Porquanto, o que determina a realização do investimento é a relação entre os dois preços (P_k/P_i), pois o “preço de mercado de um ativo de capital deve ser maior ou igual ao preço de oferta de um bem de investimento similar, caso contrário ele não vai ser produzido” (MINSKY, 2013, p. 201).

Em última instância, o que determina o investimento em ativos produtivos é a sua possibilidade de lucro, cabendo a advertência usual de Minsky de que essa relação, apesar de existir, não é estável, ao contrário, está sujeita às mudanças nas variáveis que lhe determinam. Com efeito, caso a distância entre P_k e P_i aumente os investimentos tenderão a se elevar, pois as possibilidades de lucros serão maiores. No oposto, se a distância entre P_k e P_i diminuir, as possibilidades de lucros serão menores de maneira que alguns investimentos serão desencorajados. E, no caso drástico de P_k ficar abaixo de P_i , não haverá possibilidades de lucro não havendo investimentos.²³

Minsky adverte que “a existência de um preço de mercado para um ativo de capital e de um preço de demanda para bens de investimentos similares não implica necessariamente em uma demanda efetiva de investimento. Para isso, é preciso financiamento²⁴.” (MINSKY, 2013, p. 205-206). Ou seja, a discussão precedente apenas demonstrou a viabilidade econômica do investimento, de modo que se não houver fontes de financiamento para realizar o desembolso do investimento sua realização restará prejudicada, ainda que viável.

Sob a perspectiva da empresa, o autor enumera três fontes de financiamento não excludentes: a primeira são os recursos líquidos como dinheiro e ativos financeiros de alta liquidez que não estão sendo utilizados pela empresa; a segunda são os fundos internos oriundos principalmente de lucros retidos; e a terceira

²³ Para melhor compreensão da importância da relação entre os dois preços (P_k/P_i) na determinação do investimento, reproduzo na íntegra o didático exemplo do professor SILVA (2013) esboçado como nota do tradutor no livro de H. Minsky (2013, p. 201): “*uma casa nova tem um custo de produção corrente. Esse é o preço de oferta. Mas as casas já existentes, de características semelhantes, podem estar sendo vendidas a um preço de mercado (ou preço de demanda, no sentido de Minsky) mais alto ou mais baixo que o preço de oferta, caso a demanda de residências seja muito alta ou muito baixa, respectivamente. No primeiro caso, haverá um estímulo ao investimento residencial, atraído pelo alto nível dos aluguéis, e vice-versa. Assim, à medida que se expande esse investimento os preços dos materiais, da mão-de-obra etc. irão subir, afetando o preço de oferta das novas residências. Contudo, se o preço de oferta for mais alto que o preço de mercado novas residências não serão construídas.*”

²⁴ O termo financiamento utilizado por Minsky, nesse contexto, significa “fonte de recursos”, podendo ser de origem interna ou externa à empresa.

são os fundos externos à empresa, que são os recursos que podem ser obtidos junto à terceiros, como empréstimos, emissão de títulos de dívida e também o lançamento de novas ações.

Entretanto, a despeito das variadas formas de financiamento, o autor pondera que na economia atual, em que os fluxos de renda do capital devem gerar recursos suficientes para o pagamento de dividendos, tributos, juros e amortizações de dívidas passadas, e ainda custear o chamado “estilo de negócios” das empresas, as fontes internas de financiamento se mostram insuficientes para o financiamento de investimentos. Por conseguinte, a disponibilidade de fontes de financiamento externo se torna elemento central na decisão de investimentos das empresas, sendo esta uma característica marcante da economia moderna.

De qualquer forma, segundo Minsky, a decisão de investir envolve a escolha sobre a combinação necessária entre financiamento interno e externo. Isto é, a empresa ao investir avalia a estrutura mais adequada dos passivos para financiar a sustentação dos ativos produtivos. Essa estrutura adequada de passivos é determinada pelas convenções de financiamento atual e da história. Entretanto, como salientado pelo autor, estruturas consideradas seguras em determinada época podem se tornar altamente arriscadas em outro período histórico.

Como o investimento se desenvolve no tempo, a decisão de investir é envolta de elementos de risco e principalmente de incerteza. E, como já evidenciado, a incerteza refere-se aos eventos para os quais o resultado das ações não pode ser conhecido e também não pode ser mensurado. Assim, a empresa ao decidir sobre algum investimento, baseia-se nas expectativas quanto às condições futuras das fontes internas e externas de recursos. E, é justamente nessas expectativas que reside a incerteza, pois a empresa tem que lidar com um futuro que é altamente conjectural.

Os fluxos internos de recursos para as empresas dependem em larga medida do desempenho econômico durante o prazo de desembolso do investimento, qualquer expectativa quanto a esses fluxos, por mais previdente que seja, não é capaz de antecipar eventos inesperados. Nos fluxos externos a incerteza manifesta-se mais agudamente, pois envolve expectativas de terceiros sobre as condições futuras dos fluxos internos. Trata-se “(...) da propensão ou disposição dos homens de negócios de financiar a aquisição de ativos, por meio de endividamento, e da disposição dos

membros da comunidade financeira de financiar posições alavancadas (...). (MINSKY, 2013, p. 208).

Para fazer frente as incertezas, tanto tomadores de empréstimos quanto emprestadores, estabelecem um sistema creditício baseado em margens de segurança. As margens de segurança se expressam na exigência de um excesso esperado nas receitas de investimentos sobre os custos de investimento incluindo nestes o pagamento de juros e amortizações. O tamanho dessas margens muda conforme a experiência passada influencia o presente e as convenções atuais se mostram adequadas ou perniciosas à saúde financeira das empresas.

As condicionalidades impostas pelas margens de segurança requeridas induzem comportamentos de tomadores e emprestadores, sendo mais evidente nesses últimos. De tal modo que havendo necessidade de alguma elevação da taxa de alavancagem, ela somente poderá aumentar "(...) se os tomadores e fornecedores de empréstimos estiverem contando com um aumento das margens de segurança ou tiverem a certeza de que as margens preexistentes foram mais que suficientes " (MINSKY, 2013, p. 213). No caso dos tomadores de empréstimos, em resposta a uma elevação da dependência de financiamento externo, poderão diminuir sua demanda de ativos produtivos para adequar sua exposição ao risco elevando sua margem de segurança.

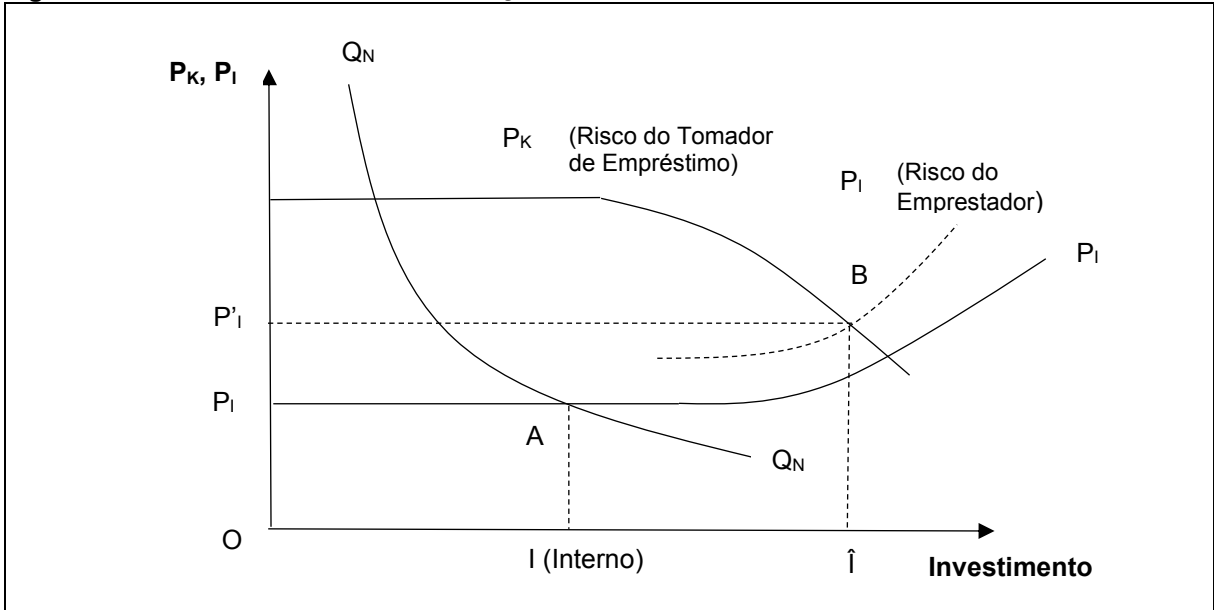
Conforme observado por Bahry & Gabriel (2010), a análise de Minsky do processo de financiamento de investimentos é afetado por dois tipos de riscos que influenciam tanto o preço de oferta quanto o preço de demanda dos ativos. O risco do tomador materializado na incerteza de que os fluxos de caixa previstos se confirmem para sejam suficientes para geração de lucros e pagamentos dos compromissos, e também à medida que o volume de investimento aumenta, há um aumento na concentração de ativos da empresa sob a forma de capital físico, elevando o risco do portfólio em função da redução da diversificação e crescimento da imobilização. O outro risco descrito por Minsky é o risco do credor que se relaciona diretamente com o nível crescente de endividamento necessário para financiar o investimento e que se reflete em problemas de risco moral ou frustração de expectativas.

Esses dois tipos de riscos têm implicações efetivas para a demanda e oferta de investimentos, pois conforme sintetiza Bahry & Gabriel (2010, p. 33):

Quanto maior o risco do devedor, menor o preço de demanda dos ativos de capital, visto que, à medida que aumenta a parcela de investimento realizado com financiamento externo ou por meio da venda de ativos, diminuem a margem de segurança e, conseqüentemente, o preço de demanda. Por outro lado, um aumento no risco do credor traduz-se em aumento do preço de oferta.

A análise gráfica proposta por Minsky (2013) é útil para a compreensão dos determinantes do investimento considerando uma economia com ativos de capital dispendiosos e com complexas relações financeiras. No gráfico abaixo, a hipérbole retangular “ Q_n-Q_n ” representa os fluxos internos de caixa da empresa e sua relação com o nível de investimentos. Esses fluxos internos de caixa podem cobrir algum nível de investimento sem a necessidade de fluxos externos – quanto menor os preços dos ativos de capital e de investimentos, maior será o nível de investimentos que os fluxos internos suportam financiar. A curva “ P_i ” representa a oferta de bens de investimentos (novos ativos de capital produtivo) que se eleva a partir de algum ponto em que se atingiu o nível de capacidade produtiva desses bens. A intersecção de “ Q_n ”, com a curva e oferta de bens de investimentos novos “ P_i ”, determina o nível de investimento que pode ser financiado com os fundos internos esperados – ponto “A”. A curva “ P_k ” representa a demanda de investimento ao nível de preços dos ativos de capital existentes, que se torna negativa a partir de certo ponto após o investimento começar a ser realizado com financiamento externo, indicando o risco do tomador expresso como risco de endividamento. O risco do prestador desloca a curva de oferta de bens de investimento (P_i), como indicado pela linha pontilhada no gráfico.

Figura 2 – Investimento com Considerações Financeiras



Fonte: Minsky, 2013, p. 214

Assim, conforme analisado por Minsky, os investimentos serão conduzidos até o ponto em que a curva de oferta de bens de investimento (P_I), que incorpora o risco do prestador, cruzar a curva de demanda (ponto B). Neste ponto, o investimento é determinado com uma combinação de financiamento interno (segmento “O-I”) e externo (segmento “I- \hat{I} ”). Com esta análise, Minsky (2013) demonstrou que a percepção de riscos do tomador e do prestador de empréstimos são determinantes efetivos do nível de investimentos na economia.

Se os lucros efetivos se mostrarem maiores que o previsto, esse efeito deslocará a curva “ Q_n ” para direita, de modo que uma proporção maior dos investimentos poderá ser financiada com recursos internos. Lucros maiores também elevarão o nível de preços dos ativos de capital (P_k) por afetarem as expectativas em relação ao lucro futuro, o que deslocará a curva “ P_k ” para cima, aumentando a distância entre “ P_k ” e “ P_i ” o que incentivará o investimento. Lucros maiores e a redução do financiamento externo também podem afetar a percepção de risco dos tomadores e dos prestadores, efeito que também é positivo para os níveis de investimento.

Outro ponto que Minsky (2013) enfatiza na análise investimento, é que condições financeiras afetam o preço de demanda de ativos de capital (P_k) e também o preço de oferta de bens de investimentos (P_i). Segundo o autor, a distância entre “ P_k ” e “ P_i ” – determinante do nível de investimento – é fortemente influenciada pelo nível de taxas de juros de curto e de longo prazo. Minsky (2013) explica que as taxas

de juros de curto prazo afetam os custos de produção dos bens de investimentos, de modo que quanto mais longo for o período de produção maior será o peso dos encargos financeiros na determinação do preço desses bens. Já as taxas de juros de longo prazo afetam os preços dos ativos de capital (P_k) de modo inverso. Uma elevação das taxas de longo prazo reduzirá o nível de preços dos ativos de capital, efeito causado pela redução do valor presente dos fluxos prospectivos com base em uma taxa de juros maior. Por essas razões que, segundo Minsky (op. cit.), a elevação das taxas de juros tem o efeito de reduzir o nível de investimentos, pois reduzem a distância entre “ P_k ” e “ P_i ”.

Em resumo, na análise de Minsky (2013, p. 207.) a decisão de investir depende: “1) dos preços de oferta dos bens de investimento, que, por sua vez, dependem dos custos de mão de obra e taxa de juros de curto prazo; 2) dos preços de demanda dos ativos de capital e 3) das condições de financiamento” e ainda da percepção de riscos tanto do tomador quanto do prestador, que determinam a propensão desses em se enveredarem no financiamento de ativos de longo prazo. Por isso que o investimento é, diferentemente da análise convencional, um fenômeno financeiro que envolve diferentes elementos inter-relacionados.

2.2.1.2 Taxonomia dos fluxos de caixa

Conforme discutido na análise precedente, a decisão de investimento das empresas contém um elemento de incerteza que é a combinação necessária entre o financiamento interno e externo, que sofre influência dos lucros, das condições financeiras e da percepção e propensão de risco dos tomadores e prestadores. Esta seção irá discutir os diferentes tipos de combinação de financiamento do investimento e suas classificações propostas por Minsky.

Ao analisar os fluxos de caixa das unidades econômicas, Minsky (2013) distinguiu três tipos básicos: renda, balanço financeiro e portfólio. Os fluxos de caixa do tipo renda se referem àqueles que resultam do processo produtivo da unidade, como salários e lucros. É nesse fluxo de caixa que a moeda está incluída, conforme se realizam os recebimentos de vendas, e os pagamentos de transações intermediárias. No fluxo de caixa de balanço financeiro incluem-se as transações relativas aos compromissos de pagamentos vinculados aos passivos existentes, como amortizações e juros de dívidas. E, por fim, no fluxo de caixa de portfólio é onde se

realizam as transações de compra e venda de ativos de capital produtivos e financeiros, novos ou já existentes.

Neste momento, Minsky (2013) percebe uma inconsistência das economias modernas, relacionada ao processo de investimento, evidenciando uma assimetria nos fluxos de caixa das unidades investidoras e das unidades produtoras de bens de capital. Enquanto que, para as unidades produtoras de bens de capital, as receitas da produção e comercialização dos ativos produtivos são fluxos de caixa do tipo renda, para as unidades investidoras, que adquirem esses bens com expectativa de lucros futuros, esses fluxos são do tipo de portfólio. Ou seja, há uma inconsistência temporal entre os objetivos dessas unidades, pois os fluxos de caixa do tipo renda, são fluxos de curto prazo e como tal são financiados com empréstimos de curto prazo. Os fluxos de caixa do tipo portfólio presumem-se como de médio e longo prazo e em função de seus elevados valores requerem financiamentos de longo prazo.

Para o autor, o fluxo de caixa renda é a base na qual se constituem os demais tipos de fluxos de caixa. Assim, assevera que é o peso relativo desses fluxos de caixa na economia que determina a vulnerabilidade do sistema financeiro. Um sistema em que os fluxos de caixa do tipo renda se sobressaem aos demais, será um sistema com possibilidades reduzidas de ocorrência de crises financeiras. E, ao contrário, um sistema no qual as transações de portfólio são comumente utilizadas para saldar compromissos financeiros, ou ainda, no qual os fluxos de caixa do tipo financeiros são relativamente maiores do que os fluxos de caixa do tipo renda, é um sistema altamente suscetível a crises financeiras.

Contudo, a despeito dessas evidentes relações entre os tipos de fluxo de caixa e a instabilidade financeira, Minsky (2013) afirma que nas economias atuais as empresas utilizam uma combinação de fluxos caixa visando o cumprimento de seus compromissos financeiros. O autor aponta este fato como uma característica intrínseca de economias industrializadas ou em processo de industrialização, em que o preço dos ativos de capital são de elevada monta:

Num sistema no qual os compromissos contratuais são usados no financiamento de ativos de capital de longa duração, os fluxos de caixa de curto prazo geram lucros brutos de pequena monta em relação ao valor dos ativos. A menos que os contratos de financiamento sejam de prazo suficientemente longo, o funcionamento normal da economia não gerará os fluxos de caixa em montante compatível. Nessas circunstâncias, o pagamento de dívidas só poderá ser realizado pela combinação de fluxos de caixa de renda e portfólio; especialmente, os fundos para a quitação, pelo

menos, das dívidas que estão vencendo serão obtidos pela contratação de novas dívidas. (MINSKY, 2103, p. 231).

A existência de financiamentos de longo prazo é assim condição essencial para redução da fragilidade financeira inerente dos sistemas econômicos atuais. E, acaso não exista ou sendo insuficiente essa possibilidade de financiamento, as empresas, visando a sustentação de suas posições em ativos de capital produtivo, irão se enveredar em arranjos de financiamento de curto prazo, nos quais novas dívidas são contraídas para pagamentos de dívidas vincendas.

A constatação de que as empresas utilizam arranjos financeiros combinando os três tipos de fluxo de caixa descritos, permitiu que Minsky (2013) classificasse esses arranjos em três tipos: *hedge*, *especulativo* e *Ponzi*²⁵.

Unidades em situação *hedge* são descritas como unidades que possuem fluxos de caixa gerados por sua atividade produtiva, mais do que suficientes para quitar os seus compromissos atuais e futuros. Trata-se de um arranjo ideal tanto para as unidades quanto para seus credores.

Unidades em situação *especulativa* são as unidades em que seus fluxos de caixa operacionais são menores que seus compromissos financeiros. Todavia, os fluxos de caixa operacionais devem ser suficientes para cobrir ao menos a parte referente aos juros de suas dívidas, de modo que seu endividamento não se eleve em decorrência das renovações de dívidas. Tanto essas unidades quanto seus credores esperam que essa seja uma situação transitória, para que no longo prazo ela tenha um arranjo do tipo *hedge*.

Unidades em situação *Ponzi* são aquelas em que o fluxo de caixa operacional é insuficiente para cobrir seus compromissos financeiros, incluindo o pagamento dos juros das dívidas. Deste modo, os custos de financiamento superam as suas receitas tendo como consequência o aumento de seu endividamento a cada ciclo. Unidades nesta situação estão em processo de deterioração financeira cumulativa.

Esses arranjos financeiros são descritos por Minsky (op. cit.) como sendo “situações” não tendo, portanto, caráter definitivo. Deste modo, o autor argumenta que

²⁵ Minsky justificou a utilização dessa nomenclatura por inspiração do livro *Ponzi!* de Donald H. Dunn, (Nova Iorque: MacGraw-Hill, 1975), que trata de finanças irresponsáveis. Ressaltou que o uso desse termo começou como brincadeira, mas que acabou por se tornar uma forma recorrente de referir a este tipo de finanças, e que sua utilização formal não tem intenção de ser demagógica.

todos os arranjos estão sujeitos às mudanças nas condições de mercados de seus produtos e de fatores de produção, e que assim podem alterar sua situação financeira. No entanto, somente as unidades classificadas como especulativas e *Ponzi* estão vulneráveis às mudanças nas condições do mercado financeiro, já que necessitam constantemente refinar suas posições.

Da presente análise sobre os tipos de esquemas de financiamentos decorre o primeiro teorema da hipótese da instabilidade financeira de Minsky (2009, p. 318): “a economia tem regimes de financiamento que a tornam estável, e regimes de financiamento que a tornam instável.” Segundo esse teorema a presença significativa de um grande número de unidades em situação *Ponzi* ou especulativa é condição necessária para a instabilidade financeira da economia. Deste modo, deve-se questionar o que determina que parte predominante de unidades se envolvam em arranjos especulativos e *Ponzi* e assim fiquem à mercê das condições de financiamento do mercado financeiro. Esta é a pergunta que H. Minsky objetivou responder com a hipótese da fragilidade financeira. Trata-se assim, da descrição do processo que conduz a economia a uma deterioração financeira que será descrito a seguir.

2.2.1.3 Processo de deterioração financeira

Segundo Minsky (2013), a emergência de sistemas financeiramente frágeis decorre principalmente do surgimento de relações especulativas visando o lucro. Contudo, aspectos institucionais dos mercados financeiros contribuem decisivamente para o surgimento dessas relações. Há também fatores que podem ser relacionados com a própria natureza humana, de ordem psicológica ou antropológica, que determinam que unidades em situações *hedge* envolvam-se em esquemas especulativos ou *Ponzi*.

Não se pode olvidar que os *quasi-rents* gerados pelos ativos de capital produtivo dependem do desempenho econômico geral, de modo que em determinado momento os compromissos financeiros assumidos podem não se mostrarem tão aceitáveis quanto do momento em que foram planejados. Nesse caso, segundo Minsky (2013), providências podem ser necessárias, como alienação de ativos ou aumento do endividamento. Optando pela elevação do endividamento as unidades poderão migrar de arranjos financeiros *hedge* para especulativos e até mesmo *Ponzi*.

Obviamente que o aumento do endividamento como alternativa está condicionada a condições favoráveis no mercado financeiro. Assim, caso o desempenho econômico fique abaixo das expectativas dos agentes por períodos persistentes poderá conduzir a economia para a fragilidade financeira.

Segundo Minsky (2013), mesmo em um sistema com predominância de unidades em situação hedge, relações especulativas são introduzidas pela estrutura a termo das taxas de juros²⁶, que em situações normais de expectativas apresenta um padrão com taxas de juros de curto prazo significativamente menores que as de longo prazo. Assim, “sob tal padrão de taxas, abre-se uma dupla oportunidade de lucro a quem financiar posições em ativos de capital por dívidas de longo e curto prazo, e posições em ativos financeiros de longo prazo por passivos de curto prazo altamente líquidos.” (MINSKY, 2013, p. 237).

Neste sistema inicialmente robusto com maioria de unidades hedge, a baixa taxa de alavancagem nos balanços, e também supondo que o déficit governamental seja suficiente para gerar *quasi-rents* adequados para sustentação dos ativos de capital, a liquidez no mercado financeiro será elevada de modo que as taxas de juros de curto prazo serão mais baixas que as taxas de retorno propiciada pelos investimentos em ativos de capital. Deste modo, conforme sentenciou Minsky (2013, p. 237), “é a ganância de mais lucro que leva empresas a assumirem posições especulativas”.

Minsky (2013) afirma que os bancos estarão prontos e dispostos a financiar essas posições especulativas, pois as expectativas sobre os *quasi-rents* esperados são suficientes, dada as baixas taxas de juros, e pelo fato de haver predominância de capital próprio sobre o de terceiros nas unidades. Outro motivo que pode levar os bancos a financiarem posições especulativas, deve-se ao fato de que as taxas de juros sob os passivos bancários próximos da moeda são relativamente mais baixas do que as utilizadas no financiamento de posições de ativos de capital das unidades, circunstância que abre uma oportunidade de lucros para os bancos. Conclui-se que esses aspectos institucionais do sistema financeiro incentivam o processo de deterioração financeiras das unidades – nas palavras de Minsky (2013, p. 237): “em

²⁶ Estrutura a termo das taxas de juros (ETTJ) ou curva de juros é a relação entre os prazos dos ativos de um mesmo nível de risco e sua rentabilidade até o vencimento. Em geral, o formato considerado normal para curva de juros é positivamente inclinada, com juros menores no curto prazo e maiores no longo prazo devido às incertezas associado ao futuro (PINHEIRO, 2014).

um mundo dominado por sistemas financeiros *hedge*, utilizar mais as dívidas de curto prazo para financiar posições em ativos de capital e cumprir compromissos de dívidas de longo prazo aumenta as possibilidades de lucros tanto para tomadores de empréstimos como para os bancos”.

Contudo, Minsky (2013) adverte que o processo de emergência de um sistema inicialmente robusto para outro mais frágil não ocorre imediatamente, pois existem algumas barreiras que freiam esse impulso. Os riscos dos tomadores e dos fornecedores de crédito que se elevam em decorrência dos compromissos de pagamento de dívidas podem atuar como limitadores do processo de deterioração financeira. De modo amplo, a relutância do mercado financeiro em emprestar, por conservadorismo, também pode se constituir em barreira ao processo de deterioração financeira dos agentes

Para que as unidades entrem em arranjos especulativos e *Ponzi*, é necessário a existência de grandes mercados de financiamento, que estejam sempre prontos a elevar o financiamento dessas unidades de modo que exista uma espécie de garantia para o refinanciamento das posições. Contudo anota Minsky (2013), leva certo tempo para que novas instituições ou novos instrumentos financeiros possam contar com mercados amplos e profundos de modo a propiciar o refinanciamento, pois a difusão dessas inovações não ocorre de forma imediata.

Segundo Minsky (2013), o aumento do processo de financiamento amparado no aumento dos passivos monetários das instituições financeiras amplia a oferta monetária de forma endógena, elevando a liquidez da economia. Expansões da liquidez, por sua vez, elevam o preço relativo dos ativos de capital, ampliando a diferença entre preços dos ativos de capital (P_k) e bens de investimentos (P_i), tornando lucrativos novos empreendimentos e induzindo a elevação dos investimentos. O aumento dos investimentos, por sua vez, tem por efeito a ampliação dos lucros, que consequentemente amplia a capacidade de financiamento das unidades por meio de financiamento interno. Por este raciocínio de encadeamento de efeitos, Minsky (2013) afirma que o aumento dos fundos internos pode também funcionar como fator de retardamento da passagem da solidez para a fragilidade financeira dos agentes em um primeiro momento.

Para Minsky (2013), as práticas de financiamento dependem da preferência subjetiva e das perspectivas dos banqueiros e dos empresários. Conforme a última crise financeira se distancia no tempo, as unidades sentem-se confortáveis para se

engajarem em processos de financiamento cada vez mais arriscados. Os eventuais sucessos dessas estratégias arriscadas incentivam outras unidades a aderirem essas práticas. Por sua vez, os bancos, compartilhando das expectativas dos agentes e na busca pela ampliação de seus lucros, sancionam os maiores endividamentos permitindo que os agentes se enveredem em arranjos financeiros especulativos e *Ponzi*:

Porém, o sucesso enfraquecesse a prudência; a falta de dificuldades financeiras mais sérias, durante longo período, leva ao desenvolvimento de uma economia eufórica na qual a sustentação de posições em ativos de longo prazo, mediante financiamento de curto prazo, torna-se parte do estilo normal de vida” (MINSKY, 2013, p. 239).

A sustentação das posições especulativas das unidades depende da propensão dos bancos em continuarem com o processo de financiamento. Entretanto, os bancos ao perceberem a exagerada proporção de capital de terceiros sobre o capital próprios das unidades, podem obstaculizar a renovação dos empréstimos, ou exigirem uma contrapartida maior de juros, o que poderia inviabilizar muitas dessas unidades. Essa interrupção do financiamento pelos bancos, também pode ocorrer em razão da própria limitação do crescimento continuado da oferta de moeda endógena, dado o limite de reservas do sistema. A limitada base acionária dos bancos e restrições impostas pela autoridade monetária também podem desencadear a interrupção dos financiamentos das unidades (DEOS, 1998).

Por estas razões, Minsky (2013, p. 240) afirma que “forças endógenas e desequilibradoras transformam uma situação predominantemente *hedge* numa situação cada vez mais instável, à medida que aumenta o peso dos arranjos especulativos e *Ponzi*”.

2.2.1.4 Bancos como desestabilizadores endógenos

Como analisado nas seções anteriores, na visão de Minsky, a economia moderna se caracteriza por ativos de capitais financeiramente onerosos, em que dadas as possibilidades de lucratividade desses investimentos, sua aquisição ocorre, invariavelmente, por meio de financiamentos realizados pelo sistema bancário. De toda sorte, que a instabilidade emerge justamente das relações financeiras estabelecidas entre os investidores e os bancos para o financiamento desses investimentos. Por essa razão, Lourenço (2006) considera que o papel

desempenhado pelos bancos, tanto na intermediação quanto na geração da fragilidade financeira, é crucial na análise de Minsky. Segundo o autor, interpretando a obra de Minsky, os bancos, movidos pela intensa busca de valorização do capital, assumem papel essencial na desestabilização das relações econômicas, ou, nas palavras de Minsky, o de “desestabilizadores endógenos”.

Para a compreensão desse papel desestabilizador dos bancos no sistema econômico, Minsky (2013) propõe uma visão diversa da tradicional a respeito do sistema bancário:

Para entender a economia capitalista moderna, é necessária uma visão realista do sistema bancário, como fonte de perturbações que podem induzir ou ampliar instabilidades, sem deixar de ser fator essencial para a acumulação de capital e o crescimento econômico. (MINSKY, 2013, p. 257).

Esta visão do negócio bancário não se restringe apenas ao empréstimo de dinheiro, pois para emprestar dinheiro é necessário possuí-lo. E, diferentemente dos demais agentes, os bancos realizam empréstimos sem possuir o dinheiro necessário. Para corroborar essa afirmação, Minsky (2013) relata que nos EUA, no início da década de 1980, o patrimônio líquido dos bancos como proporção do total de ativos, estava em torno de 3% a 12%, variando de acordo com o porte da instituição. Isto significa que, para cada dólar no ativo desses bancos, entre US\$ 0,88 a US\$ 0,97 era financiado por capital de terceiros, ou seja, bancos são instituições que operam altamente alavancadas.

Outra característica indissociável do sistema bancário, apontada por Minsky, refere-se à relação especial existente entre bancos e a moeda. Segundo o autor (2013, p. 252), “a moeda não é apenas um ‘papel’ escasso que possibilita o comércio sem a coincidência dupla de vontades, como ocorre nas trocas diretas de mercadorias por mercadorias, mas também um tipo de título que surge quando os bancos financiam atividades produtivas e posições em ativos de capital e financeiros” (destaque do original). Nesta passagem, ao contrário das correntes convencionais que atribuem o papel de mero intermediador de recursos aos bancos, mostra-se evidente que na concepção de Minsky, os bancos possuem importante papel na oferta monetária. Assim, os bancos têm a capacidade de criar meios de pagamento por meio de lançamentos escriturais nas contas de depósitos dos tomadores.

O autor prossegue, servindo-se da relação de causalidade do investimento para poupança, proposta por Keynes, afirmando que a moeda criada no circuito de negócios “transforma o desejo de investir em demanda efetiva; a criação de moeda é parte do mecanismo pelo qual força-se a geração de um excedente que será alocado na produção de bens de investimentos específicos”. Esse é o outro ponto de divergência das correntes convencionais, que defendem a necessidade prévia de poupança para o investimento. Neste caso, o foco do embate são as teorias neoclássicas dos fundos emprestáveis e via de consequência a teoria da repressão financeira²⁷.

Por esta razão que Minsky (op. cit.) considera os bancos comerciais, entendidos como aqueles que captam depósitos à vista, instituições singulares no sistema financeiro. Diferentemente de outras instituições, estes bancos criam ativos – empréstimos – a partir de seu passivo formado em grande medida por moeda de depósitos, isto é, por recursos de terceiros. Apesar da alta exigibilidade desses recursos, os depósitos e retiradas diárias realizados pelos inúmeros clientes formam, em condições normais, um montante de recursos estáveis dos quais os bancos podem dispor, com certa margem de segurança, para empréstimos. Isso, de acordo com Minsky (2013), confere a flexibilidade necessária a estrutura financeira, permitindo que os negócios sejam firmados mesmo em ambientes de incerteza quantos às receitas operacionais prospectivas dos tomadores de empréstimos.

No entanto, Minsky (op. cit., p. 255) adverte que com a intensificação das inovações financeiras, o significado da moeda nos passivos bancários também evoluiu, de modo que coexistem diversos tipos de moeda com naturezas diversas. Por isso que, segundo o autor, “a moeda é na verdade uma variável *endogenamente* determinada – em vez de algo mecanicamente controlado pelo FED, sua oferta tende a ajustar-se passivamente à demanda” (grifo nosso). Esta acepção de moeda endógena contrapõe-se às correntes convencionais, que consideram a moeda como determinada fora do sistema econômico (moeda exógena), o que poderia tornar possível seu controle pela autoridade monetária.

A endogeneidade da moeda defendida por Minsky (2013.), decorre da passividade dos bancos na oferta de crédito. Por estas razões, Minsky explica como uma maior demanda por financiamento de investimento conduz a uma maior oferta de

²⁷ Esta teoria é explicada anteriormente na seção 1.2.

financiamento para investimentos. E, conseqüentemente, como uma maior capacidade e disposição dos bancos em adquirir ativos leva a aumentos de investimentos.

A passividade dos bancos na oferta de crédito frente a elevação da demanda por financiamento não significa, contudo, que os bancos têm comportamento passivo frente as condições do mercado. Pelo contrário, para Minsky (op. cit.), os bancos são agentes ativos que, visando atingir seus objetivos de lucros, gerenciam ativamente seus passivos e ativos e estabelecem condições aos tomadores de empréstimos. A passividade da oferta de crédito pelos bancos deve-se ao fato de compartilharem as expectativas otimistas dos empreendedores, comportamento este, que, segundo Minsky, reforça as forças desequilibrantes do sistema. Assim, por exemplo, uma elevação das expectativas de lucro que, via de regra, aumenta o preço de demanda dos ativos de capital (P_k), e que em face da manutenção dos preços dos bens de investimentos (P_i), tem como resultado a ampliação dos investimentos. Por sua vez, a expansão do nível de investimentos eleva não somente o montante dos lucros, mas também a razão entre lucro e o serviço das dívidas. Essa melhora na relação entre lucros e dívidas deixam os bancos mais confortáveis para ampliarem a disponibilidade de crédito e assim a propensão de investir.

Minsky (2013) salienta que os lucros dos bancos advêm da diferença de quanto recebem por seus ativos do quanto pagam por seus passivos, e que tipicamente o ativo mais rentável em seus balanços é a sua carteira de empréstimos. No entanto, a qualidade dos empréstimos concedidos pelos bancos pode, segundo Minsky, afetar a estrutura financeira da economia:

(...) o grau geral de solidez da estrutura financeira, da qual depende a estabilidade cíclica da economia, resulta da qualidade dos empréstimos oferecidos pelos bancos. Quanto mais os banqueiros forem cuidadosos em suas avaliações sobre os fluxos de caixa, mais sólida tende a ser a estrutura vigente, e vice-versa. Quanto maior a ênfase no valor das garantias colaterais e nas expectativas de preços dos ativos, maior tende a ser o grau de fragilidade financeira (MINSKY, 2013, p. 264).

Os empréstimos são contratos que implicam em saída futura de caixa para os devedores. De tal forma, que ao tomar o empréstimo, o agente deverá operar no sistema econômico ou financeiro para tornar-se capaz de cumprir com suas obrigações nas datas de vencimento acordadas. De acordo com Minsky (2013), os

devedores dos empréstimos bancários possuem três fontes de recursos para cumprir com seus compromissos e saldar seus empréstimos: i) fluxo de caixa operacionais; ii) venda de ativos e; iii) aumento do endividamento. Um empréstimo bem estruturado significa que com a aplicação dos recursos disponibilizados pelo banco, os tomadores consigam gerar recursos mais que suficientes para cumprirem os compromissos do contrato. Assim, estes empréstimos compatibilizam os fluxos de caixa, tanto do devedor quanto do credor, de modo que ambos estarão enquadrados em uma situação do tipo *hedge*.

Entretanto, segundo Minsky (op. cit.), os bancos também se envolvem em empréstimos de curto prazo, cuja finalidade do tomador é financiar posições em ativos de longa maturação. Esse tipo de arranjo, caracterizado como especulativo, requer a necessidade constante de renovação dos empréstimos e que os lucros sejam suficientes para o pagamento dos juros contratuais. Conforme descrito na seção anterior, este tipo de arranjo torna o tomador vulnerável às mudanças das condições dos empréstimos.

A terceira fonte de recursos para pagamento dos empréstimos apontada por Minsky, decorre da venda de ativos, penhora ou hipoteca. Empréstimos realizados com base nos fluxos prospectivos de caixa podem, eventualmente, contar com garantia hipotecária de ativos como margem de segurança adicional. No entanto, o problema reside nos empréstimos que se baseiam exclusivamente nesses colaterais, pois a efetividade dessas garantias decorre das expectativas sobre o valor de mercado futuro dos ativos envolvidos, que podem frustrar o retorno desses empréstimos.

Minsky (2013) afirma que além desses casos em que os bancos voluntariamente se enveredam, pode ocorrer de os bancos se envolverem involuntariamente em esquemas do tipo *Ponzi*. Isso ocorre quando os retornos associados aos ativos financiados se mostrarem abaixo das expectativas nas quais se assentaram a concessão dos empréstimos, ou ainda, quando os juros se elevarem durante o processo de renovação dos saldos devedores. O envolvimento dos bancos nesses financiamentos ocorre porque eles compartilham das mesmas expectativas eufóricas dos agentes.

Desta forma, a qualidade dos empréstimos concedidos pelo sistema bancário constitui-se em importante fator de instabilidade financeira na economia. Acaso os bancos realizassem apenas empréstimos do tipo *hedge*, com adequadas

margens de segurança, o processo de fragilização dos agentes seria limitado. Contudo, como enfatizado por Freitas (2011), a subordinação dos bancos à lógica da valorização constante do capital e também o ambiente concorrencial, determina seu comportamento na concessão de empréstimos que tende a sancionar a tendência à fragilização dos agentes em tempos de estabilidade.

Segundo Minsky (2013), a busca por rentabilidade e lucros induz os bancos a tornarem-se cada vez mais alavancados. A alavancagem refere-se a razão entre ativos totais e capital próprio, ou como sugerido por Minsky (2013, p. 265), como “aquisição de ativos com dinheiro alheio”. Como exemplo do impacto do aumento da alavancagem na taxa de lucro veja o exemplo do autor: “se um banco que alcança 0,75% de lucro sobre o total de ativos reduzir a participação do capital próprio no passivo total de 6% para 5%, a taxa de lucro contabilizada passará de 12,5% para 15%” (MINSKY, 2013, p. 268). Isso significa que os bancos têm incentivos explícitos para se alavancarem de forma contínua, pois assim a taxa de lucro se elevará aumentando as cotações no mercado de ações.

Minsky (op. cit.) acrescenta que em organizações tecnocratas como os bancos, seus presidentes também têm incentivos pessoais para buscarem maiores alavancagens das instituições que comandam. Segundo o autor, a legislação tributária é um limitador para a acumulação de fortunas pessoais por meio de ordenados, e que por isso o caminho mais rápido para o enriquecimento pessoal desses executivos ocorre pelas opções de compra no mercado de ações e pelos ganhos decorrentes da valorização de ativos financeiros. E, conforme visto, uma forma rápida de se elevar as cotações das ações no mercado acionário ocorre por meio do aumento da taxa de alavancagem da instituição. Assim, esses incentivos para o aumento da alavancagem das instituições financeiras constituem-se em elevação do potencial de instabilidade financeira.

A vigilância dos depositantes e dos colegiados de instituições poderiam impor, ainda que imperfeitamente, limites prudenciais ao processo de elevação da alavancagem. Contudo, conforme assinalado por Minsky (2013), a evolução da segurança institucional do sistema bancário, representadas pela instituição do seguro de depósitos e pelas intervenções do banco central, atenuaram a atuação desses limitadores. Por outro lado, este problema poderia ser compensado pela fiscalização adequada do banco central nas instituições. Porém, Minsky (op. cit.), afirma que a

fiscalização realizada pelo banco central é muito superficial, focada em procedimentos burocráticos.

Num mundo sem a proteção do banco central, a tendência de aumentar a alavancagem é arrefecida pela fiscalização dos clientes e colegiados. Com a instituição da proteção oficial, esse tipo de fiscalização se atrofiou. Em consequência, não mais existem barreiras eficazes contra o papel desestabilizador que os bancos podem exercer na economia (MINSKY, 2013, p. 274).

Minsky (2013), propõe que a fiscalização bancária pelas autoridades, para funcionar como substituto da vigilância dos clientes, deve priorizar aspectos relacionados com a exposição à riscos das instituições financeiras. Segundo o autor, a fiscalização ineficaz resulta na assunção excessiva de riscos pelos bancos que de tempos em tempos leva a necessidade de intervenções do banco central. Por sua vez, essas intervenções têm por efeito colateral a consolidação das práticas financeiras que originaram o problema:

A política monetária centrada exclusivamente no controle das reservas dos bancos e na taxa de juros também é alvo de críticas em Minsky (2013). Para o autor, a visão padrão da atividade bancária, na qual as reservas determinam o passivo agregado do sistema, não considera que os bancos podem reagir de forma diversa do que a autoridade deseja. Como evidencia desse comportamento ativo dos bancos, Minsky menciona o gerenciamento das reservas bancárias. Pois, como a manutenção de reservas em moeda impõe custos implícitos aos bancos (não gera renda) e que diferentes passivos requerem a manutenção de reservas em distintas proporções, os bancos operam no sentido de substituir os passivos com alta necessidade de reservas por outros de baixa de necessidade. Quanto mais alta for a taxa de juros maior será o custo implícito de se manter reservas. Deste modo, o controle de reservas pela autoridade monetária pode ser ineficaz se os bancos tiverem propósitos distintos das autoridades e conseguirem formas de driblar as restrições impostas. Por isso que Minsky (op. cit.) defende o controle da alavancagem como mecanismo mais eficaz para conter a tendência à fragilidade financeira:

A capacidade de criar substitutos para reservas e para minimizar sua necessidade é característica essencial de um sistema bancário ganancioso. Se for para conter a tendência à fragilidade financeira sistêmica, é necessário impor restrições à alavancagem bancária e ao crescimento do capital próprio via retenção de ganhos. A ênfase no controle do sistema bancário por meio de regulação da taxa de reservas é equivocada (MINSKY, 2013, p. 277).

Segundo Minsky (2013), o excesso de fundos nos bancos também pode assumir papel desestabilizador. O autor explana que os bancos orientados para ampliação e valorização do capital estarão sempre à procura de novas maneiras de lucrar, de modo que o excesso de fundos será rapidamente transformado em demanda por títulos já existentes como estoques de mercadorias e ativos e capital. Essa maior demanda por ativos de capital levará a um aumento do preço dos ativos de capital (P_k) em relação ao preço de oferta de bens de investimentos (P_i), que conforme visto, estimula os investimentos, que expandem os lucros, levando a uma nova rodada de elevação de preços dos ativos de capital.

Minsky (2013, p. 282), ao colocar o comportamento individual dos bancos como eminentemente desestabilizador, contrapõe-se às escolas econômicas que enxergam na livre atuação dos agentes a eficiência alocativa da economia:

É o interesse próprio do açougueiro e do padeiro que os levam a fornecer carne e pão. Esse dito de Adam Smith consagrou a ideia da harmonia entre o interesse individual e o interesse coletivo. A interpretação neoclássica disso é que a busca do interesse próprio de agentes individuais livres leva naturalmente ao equilíbrio de mercado. (...).

No capitalismo financeiro é simplesmente impossível que a busca do interesse próprio leve ao equilíbrio econômico.

Em resumo, o comportamento do sistema bancário orientado para a ampliação constante dos lucros induz ao aumento do grau de alavancagem dos bancos e a emergência de esquemas financeiros especulativos nos demais agentes, razão pela qual Minsky classificou os bancos privados como desestabilizadores endógenos.

3 EVOLUÇÃO HISTÓRICA DO SISTEMA BANCÁRIO BRASILEIRO E BANCOS PÚBLICOS

O presente capítulo tem por objetivo descrever o arcabouço institucional em que os bancos públicos brasileiros estão sujeitos. O capítulo demonstrará o papel histórico que estas instituições desempenharam para o sistema financeiro e também sua contribuição para o desenvolvimento da economia brasileira.

A importância da descrição do sistema financeiro para os objetivos desta dissertação, parte do pressuposto de que o papel desempenhado pelos bancos públicos não pode ser dissociado da institucionalidade vigente. E que, esta institucionalidade não se irrompe do acaso, ao contrário, é consequência de toda uma evolução histórica e social em que a importância de cada instituição nos distintos momentos conduziu a construção do arcabouço regulatório atual.

Neste sentido, é que CARVALHO et al. (2000, p 249) definem sistemas financeiros como:

O conjunto de mercados financeiros, definidos em função das classes de ativos transacionados, as instituições financeiras participantes, as inter-relações entre eles e os regulamentos e regras de intervenção do poder público na organização e supervisão das operações definem um *sistema financeiro*.

Os autores acrescentam que a estrutura que define determinado sistema financeiro é resultado de dois conjuntos de influências. Um conjunto de condições técnicas, como o desenvolvimento de sistemas de contabilidade, a aplicação de inovações tecnológicas, etc. São condições que ampliam a eficiência com que operam as instituições, imprimindo uma tendência de homogeneização das estruturas. O outro conjunto de influência diz respeito “a história econômica de cada país, além de seus condicionantes políticos e culturais, que tornam certas práticas do que outras, definem padrões de ética, de segurança, de concentração de poder, etc.” (idem).

Diante dessas considerações, conclui-se que sistemas financeiros não são criações espontâneas, possuem um caráter histórico, social e cultural forte. Por isso, este capítulo abordará o sistema financeiro brasileiro desde sua criação, quando da implantação da primeira instituição bancária – um banco público.

O capítulo está dividido em cinco seções além desta introdução. A evolução do sistema bancário brasileiro foi decomposta em quatro fases que delimitam alguma transformação preponderante. Assim, a segunda seção trata do período de 1808 até o pós-guerra. A terceira seção versa sobre um período de transição, em que se formaram os grandes conglomerados financeiros brasileiro. A quarta seção, aborda as grandes reformas institucionais que estabeleceram um sistema financeiro complexo e com órgãos normativos bem definidos. A quinta discutirá a reestruturação do sistema bancário que se seguiu após a implementação do Plano Real. E, por fim, a sexta e última seção explicita o sistema financeiro atual resultante de todas as mudanças anteriores, destacando sua composição, órgãos normativos e definindo o perfil formado entre instituições públicas e privadas.

3.1 Os primórdios do sistema bancário brasileiro (1808 – 1945)

Antes da instalação formal de bancos no Brasil, o sistema creditício funcionava principalmente através dos comerciantes, sob a forma de adiantamento ou vendas a crédito, para seus fregueses e fornecedores. Empréstimos de maior vulto eram concedidos pelos comissários, sobretudo os do comércio de exportação, aos fazendeiros e lavradores, sob garantia da colheita (BANCO DO BRASIL, 2010).

Quando da transferência da família real portuguesa ao Brasil em 1808, marcando o início do período imperial, foi criada a primeira instituição financeira do país, sob a denominação de Banco do Brasil. Este banco, formado inicialmente por capitais privados, operaria, privilegiadamente, com o desconto de letras de câmbio, o depósito de metais preciosos, papel-moeda e diamantes, a emissão de notas bancárias, o monopólio da venda de diamantes, pau-brasil e marfim e o direito exclusivo das operações financeiras do governo (PELAEZ; SUZIGAN, 1981).

Em 1829, esse primeiro Banco do Brasil foi liquidado, tendo sido seu fracasso atribuído aos excessos de emissões e a uma administração prevaricada. Com a liquidação do Banco do Brasil, nenhum outro estabelecimento bancário existiu, instituído formal e regularmente, no Brasil até 1836 (BANCO DO BRASIL, 2010).

O primeiro banco comercial privado surgiu em 1836, o Banco do Ceará, sendo liquidado já em 1839. Posteriormente, afloraram inúmeras instituições como o Banco Comercial do Rio de Janeiro, em 1838; o Banco Comercial da Província da Bahia; o Banco Comercial do Maranhão, em 1846; o Banco do Pará, em 1847; o

Banco da Província de Pernambuco, em 1851 (LOPES; ROSSETTI, 1998; BANCO DO BRASIL, 2010).

Em 1851, o Barão de Mauá²⁸, principal empreendedor brasileiro, com a colaboração de outros capitalistas, criou um grande banco com o sugestivo nome de Banco do Brasil, que passou a concorrer com Banco Comercial do Rio de Janeiro. Mais tarde, em 1853, por imposição do governo imperial, imbuído da doutrina de criação de um único banco emissor, foi realizada a primeira fusão do sistema bancário brasileiro, entre os dois maiores bancos, o Banco Comercial do Rio de Janeiro e o banco do Barão de Mauá, mantendo-se a denominação de Banco do Brasil (SIQUEIRA, 2007; COSTA NETO, 2010).

Em 1861, em meio as disposições sobre bancos emissores, o governo criou a Caixa Econômica e o Monte de Socorro do Rio de Janeiro, instituições precursoras da atual Caixa Econômica Federal. Seu objetivo principal era prover um ambiente seguro e remunerador para as pequenas economias, de modo a estimular a poupança da população. Destinavam seus depósitos exclusivamente à aquisição de títulos da dívida pública, e, por isso, contavam com a garantia do Tesouro. Os Montes Socorro tinham por desígnio fornecer crédito a juros módicos, com garantia de penhor, às classes menos favorecidas. Para tanto, utilizavam-se de recursos das caixas econômicas, do governo e de doações (COSTA NETO, 2010).

O crescimento das exportações de café associado a atividade de intermediação no comércio internacional despertou o interesse de bancos estrangeiros no Brasil. Assim, em 1863, instalaram-se no país os primeiros bancos de capital estrangeiro - o *London & Brazilian Bank* e o *The Brazilian and Portuguese Bank* (SIQUEIRA, 2007; LOPES; ROSETTI, 1998).

No começo da década de 1870, o ainda incipiente sistema bancário brasileiro estava estabelecido. O Banco do Brasil passou a dedicar-se ao financiamento das atividades agrícolas por meio de sua carteira de hipotecas e penhor. A partir de 1866, a emissão de títulos da dívida pública era de exclusividade do Tesouro. Havia diversos bancos privados dedicados ao redesconto de títulos comerciais, depósitos, hipotecas e alguns empréstimos, concentrados em poucas

²⁸ Irineu Evangelista de Souza (1813 – 1889), foi o principal empreendedor do Brasil na época do Império, criando inúmeras companhias no Brasil e em outros países. Chegou a controlar oito das dez maiores empresas do Brasil, tendo ainda participação nas outras duas. Em seu apogeu (1867), seu patrimônio foi estimado em 115 mil contos de réis, enquanto o orçamento do Império foi de 97 mil contos de réis (SIQUEIRA, 2007).

praças como Rio de Janeiro, Salvador e São Paulo. Os bancos estrangeiros estavam voltados ao comércio exterior e negócios com câmbio, instalados principalmente nas cidades portuárias. Fazia parte ainda do sistema sete associações bancárias dedicadas ao redesconto de títulos comerciais e algumas hipotecas (SIQUEIRA, 2007; LOPES & ROSSETI, 1998).

Conforme destacado por Franco (1990), nessa época havia baixa propensão do público em reter moeda na forma de depósito bancário, de forma que impunha limitação a capacidade dos bancos em expandir seus empréstimos. O costume de negociantes, comerciantes, agricultores e até mesmo dos assalariados era acumular largas quantias para então fazer frentes aos débitos, realizando os negócios sempre em espécie. Os depósitos, além de insuficientes, eram ainda concentrados no Rio de Janeiro, o que dificultava a expansão dos meios circulantes em locais mais distantes.

Este estágio precário do sistema bancário agravou-se quando da libertação dos escravos em 1888, e a difusão do trabalho assalariado, que ocorrera antes a partir do início daquela década. Por certo, o sistema não estava preparado para fazer frente às demandas sazonais por moeda associadas às safras, ocasionando frequentes crises de liquidez, que a historiografia convencionou denominar de fenômeno da “inelasticidade do meio circulante” (FRANCO, 1990).

É neste estado de coisas que é proclamada a República, em 1889, sendo nomeado para o Ministério da Fazenda o jurista Rui Barbosa. A principal medida adotada por Rui Barbosa foi uma reforma bancária, cujo principal objetivo era a superação das recorrentes crises de liquidez. A reforma estabelecia a divisão do país em três regiões bancárias, cada qual com seu próprio banco emissor. E, inspirado no sistema bancário norte-americano, as emissões seriam inconvertíveis em ouro e realizadas sobre um lastro constituído de títulos da dívida pública. O volume de emissões, autorizado inicialmente, mais do que dobraria o papel moeda em circulação (FRANCO, 1990).

No entanto, posteriormente ao início da reforma foram estendidas a concessão de emissão a outros bancos, o que acabou por descaracterizar o sistema proposto. (FRANCO, 1990). Na época a lei permitia que as ações de uma empresa poderiam ser negociadas na bolsa de valores apenas com um décimo de seu capital integralizado. Desta forma, as emissões bancárias foram utilizadas para financiar empresas recém-criadas, com capital negociado em bolsa, cujas ações seriam

negociadas com dinheiro dos bancos novamente. Esse processo de criação de empresas ficou conhecido na historiografia como Encilhamento. (SIQUEIRA, 2007).

O resultado foi uma crise bancária, com a liquidação de vários bancos e empresas, e um longo período de ajustes na economia. O governo assume então a carteira problemática do BRB, adquirindo 50% do capital do banco e o transforma em Banco do Brasil novamente, e passa a utilizá-lo para operar o mercado de câmbio.

Em 1921, uma nova reforma bancária ocorre com a criação da Caixa de Redesconto, CARED, e Caixa de Compensação, ambas operadas pelo Banco do Brasil. Há também a criação da Inspeção de bancos, órgão responsável pela fiscalização das instituições bancárias (LOPES; ROSETTO, 1998).

O professor Costa (2007) assevera que um verdadeiro sistema bancário, com criação de moeda pelos bancos, se configurou apenas neste momento no Brasil. E, a partir de então criou-se condições de expansão dos bancos. Instituiu-se uma legislação que dificultou a entrada de bancos estrangeiros e uma legislação liberal para criação de bancos de capital nacional. Assim, em 1940 o Brasil possuía 354 bancos, expandindo-se para 663 em 1944.

3.2 Expansão bancária e transição (1945 – 1964)

O período de 1945 a 1964 é considerado como de transição entre a estrutura bancária simples, desenvolvida ao longo dos primeiros anos do século XX e aperfeiçoada pelas reformas de 1921, e o sistema complexo que seria estruturado a partir das reformas de 1964. Segundo COSTA (2010), esse período marca a fase de concentração bancária e ampliação da rede nacional de agências.

Em 1945 é criada a Superintendência da Moeda e do Crédito, SUMOC, órgão normativo, de assessoria, controle e fiscalização da política monetária e do sistema de intermediação financeira retirando do Banco do Brasil algumas das funções de autoridade monetária. No entanto, o Banco do Brasil conservou as funções executivas da política monetária, cabendo-lhe ser o depositário das reservas bancárias e responsável pelo sistema de compensação, agente financeiro do governo, depositário e administrador das reservas internacionais e ainda prestador de última instância.

Em 1952 foi criado o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico, BNDE, para atuar no mercado de crédito de longo prazo funcionando como instituição

central de fomento a projetos de infraestrutura, de indústrias pesadas e de apoio a agropecuária. A fonte de recursos seria um misto de recursos entre um adicional de 15% sobre o imposto de renda, fontes de financiamento institucionais externas e ainda da previdência social. Essas fontes seriam posteriormente alteradas como o decorrer dos anos.

Nesse período de transição o setor público ampliou sua intervenção no sistema bancário, instituindo o Banco do Nordeste do Brasil e o Banco de Crédito da Amazônia com o fim de atenuar os desníveis regionais de desenvolvimento econômico. No sul do país, ainda fora criado um banco de desenvolvimento regional, o BRDE – Banco Regional de Desenvolvimento do Extremo-Sul.

A incapacidade dos bancos em atender a demanda por crédito para consumo, decorrente da limitação imposta pela Lei da Usura, que restringia a cobrança dos juros a 12% ao ano, conjugada com a inflação persistente e crescente, abriu espaço para o surgimento de instituições que contornassem o limite imposto pela legislação. Assim, de forma espontânea, a partir de 1946, surgiram as sociedades de crédito, financiamento e investimento (popularmente conhecidas como “financeiras”) que complementavam a atuação dos bancos fornecendo crédito ao consumo de bens duráveis.

3.3 A reforma de 1964/1965: segmentação e conglomeração (1964 – 1994)

O sistema bancário brasileiro atual foi delineado nos anos 1964/1965 através de uma ampla reforma estrutural instituída pelo PAEG (Programa de Ação Econômica do Governo), cujo objetivo seria fortalecer o sistema creditício, ajustando-o às necessidades de combate à inflação e de estímulo ao desenvolvimento. As principais medidas do PAEG foram a criação do Conselho Monetário Nacional e do Banco Central (Lei .4595); criação do Sistema Financeiro de Habitação (Lei 4.320); e a reforma dos mercados de capitais (Lei 4.728) que estabelecia um sistema financeiro moldado no sistema segmentado adotado nos Estados Unidos (LARA RESENDE, 1990).

De acordo com a segmentação pretendida pelo PAEG, haveria distinção entre bancos comerciais, que operariam no crédito de curto prazo captando depósitos à vista; e bancos de investimentos, que forneceriam o crédito de médio e longo prazo, captando recursos por meio de depósitos a prazo. Os bancos de desenvolvimento

teriam a incumbência de financiarem operações especiais de fomento através do repasse de fundos fiscais e recursos externos. E, por fim, o crédito imobiliário ficaria a cargo das Caixas Econômicas, Sociedades de Crédito Imobiliário e das Associações de poupança e Empréstimos, cuja fonte de recursos seriam as cadernetas de poupança e letras imobiliárias (CARVALHO et al., 2000).

A despeito da segmentação, institucionalmente imposta, a conglomeração foi o que ocorreu de fato, devido principalmente a lacunas legais. Nessa configuração institucional e apoiados nos ganhos de *floating*, decorrentes das elevadas taxas inflacionárias dos anos 1970 até os anos 1990, a rede bancária se expandiu pelo país formando extensas redes de agências (CARVALHO et al., 2000).

Os curtos episódios de estabilização monetária, experimentados pelo Brasil nos anos 1980, como o Plano Cruzado em 1986, puseram fim, ainda que momentaneamente, aos lucros derivados do processo inflacionário, marcando o início dos processos de ajustamento das estruturas administrativas dos bancos em busca de maior eficiência operacional²⁹. O processo de ajuste bancário culminou com a desregulamentação do sistema financeiro segmentado, quando em 1988, o Banco Central autorizou a criação de bancos múltiplos, uma versão brasileira dos chamados bancos universais (CERQUEIRA, 1998).

A partir de então o setor passou a ser dominado pelos bancos múltiplos cuja linha de frente passou a ser o banco comercial. No entanto, a persistência do quadro inflacionário levou o sistema financeiro a especializar-se no financiamento do Estado, por meio de aquisição de títulos públicos. O Estado, em razão dos desequilíbrios fiscais, passou a ser o grande tomador do sistema, oferecendo elevadas taxas de juros, alta liquidez e risco praticamente nulo (CARVALHO et al., 2000).

3.4 Histórico recente: saneamento, concentração e abertura

A estabilização de preços alcançada pelo Plano Real a partir de 1994, e o reequilíbrio das contas públicas, eliminou definitivamente os ganhos de *floating* e, inicialmente, reduziu a oportunidade de aplicação em títulos públicos. Como

²⁹ No ano de 1986, após o congelamento de preços do Plano Cruzado, 109 mil postos de trabalho foram eliminados no setor bancário (CERQUEIRA, 1998).

consequência, os bancos reorientaram suas aplicações para o crédito de consumo e financiamento de capital de giro às empresas. Porém, esta situação não vigorou por muito tempo devido à crescente vulnerabilidade externa da economia brasileira, obrigando a política monetária a elevar drasticamente os juros para conter a fuga de capitais. Com a elevação dos juros, os títulos públicos voltaram a ser atrativos e os bancos especializaram-se no financiamento do governo (CARVALHO et al., 2000).

PAULA et al. (2013) divide a evolução do sistema financeiro brasileiro após o Plano Real em quatro fases. A primeira fase é marcada pela intervenção do Banco Central no sistema financeiro visando seu saneamento. Suas ações se deram por meio de liquidações de instituições e também pela aplicação do Regime de Administração Especial Temporária (RAET)³⁰. Como resultado ocorreu a queda do número de instituições e a consequente concentração bancária.

Diante da instabilidade crescente das instituições no momento, como forma de garantir maior segurança aos depositantes, em setembro de 1995, foi criado o Fundo Garantidor de Créditos (FGC). Instituição que tem por finalidade garantir o capital depositado nos bancos associados até determinado valor. É constituído por contribuições dos bancos associados calculadas sobre o volume depositado.

A segunda fase é distinta pela adequação das instituições brasileiras aos princípios estabelecidos pelo Acordo de Basileia I, instituídos no Brasil pela Resolução 2.099/1994 do Banco Central. Para cumprir os termos da resolução, os bancos viram-se forçados a alocarem capital para fazer frente aos riscos de créditos, além da exigência de patrimônio líquido mínimo para operações bancárias (PAULA et al., 2013).

Segundo PAULA et al. (2013) a terceira fase foi caracterizada por dois programas que visavam sanear o sistema financeiro de bancos tidos como problemáticos. O Programa de Incentivo à Redução da Presença do Estado na Atividade Bancária (PROES), tinha por objetivo reduzir a presença dos estados no sistema financeiro³¹. E, o Programa de Estímulo à Reestruturação e ao Fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional (PROER), instituído em decorrência do surgimento

³⁰ Diferentemente da intervenção e da liquidação, o RAET não implicava na interrupção nem suspensão das atividades normais da instituição. Consistia na perda de mandato dos administradores e dos membros do Conselho Fiscal da instituição, sendo-lhe nomeado outros pelo Banco Central (Decreto-Lei n.º 2.321/1987).

³¹ Até o início do PROES, o sistema financeiro público era composto por 35 instituições, das quais 23 eram bancos comerciais (PUGA, 1999)

simultâneo de problemas de liquidez em diversos bancos com a consequente possibilidade de instauração de uma crise sistêmica de confiança. Com recursos provenientes dos depósitos compulsórios, o PROER contemplava a criação de uma linha especial de assistência financeira destinada a financiar fusões e aquisições, reorganizações administrativas e societárias, além de outros incentivos (PUGA, 1999).

E por fim, a quarta fase envolvia a eliminação de barreiras à entrada de instituições financeiras estrangeiras no sistema. O intuito era de que as instituições estrangeiras pudessem fornecer estímulos, por meio da concorrência com as instituições locais, a uma maior eficiência operacional com reflexos positivos sobre os custos dos serviços oferecidos ao público (PAULA et al., 2013).

O resultado de todo esse processo de reestruturação bancária iniciado no Plano Real foi uma profunda mudança na configuração de todo o sistema financeiro brasileiro. Institucionalmente, o sistema financeiro ficou mais robusto e seguro, com a adoção dos preceitos de Basileia e a criação de instituições que asseguram garantias aos depositantes (FGC). O número de bancos públicos foi reduzido drasticamente; o número de instituições bancárias reduziu-se aumentando a concentração no setor; e o número de instituições estrangeiras elevou-se (PAULA et al., 2013).

3.5 Estrutura atual e perfil institucional do sistema bancário do Brasil

Em que pese toda a reestruturação do sistema bancário ocorrida nos anos 1990, a composição estrutural do sistema financeiro manteve-se, com algumas poucas alterações, a mesma definida pela reforma institucional de 1964/1965.

Os órgãos normativos do sistema financeiro são o Conselho Monetário Nacional (CMN), o Conselho Nacional de Seguros Privados (CNSP) e o Conselho Nacional de Previdência Complementar (CNPC). A este trabalho interessa apenas os órgãos que integram o chamado sistema monetário, desta forma, as duas entidades responsáveis pela política de seguros (CNSP e CNPC), seus órgãos de supervisão e os operadores, a despeito da importância, não constituem foco.

O CMN, criado pela Lei 4.595/1964, é a autoridade monetária máxima do sistema financeiro, constituindo-se em órgão normativo não lhe cabendo funções de execução, sendo responsável por fixar diretrizes da política monetária, creditícia e cambial. Os objetivos que a política do CMN deve seguir estão assim explicitados no art. 3º da referida lei:

I - Adaptar o volume dos meios de pagamento às reais necessidades da economia nacional e seu processo de desenvolvimento; II - Regular o valor interno da moeda, para tanto prevenindo ou corrigindo os surtos inflacionários ou deflacionários de origem interna ou externa, as depressões econômicas e outros desequilíbrios oriundos de fenômenos conjunturais; III - Regular o valor externo da moeda e o equilíbrio no balanço de pagamento do País, tendo em vista a melhor utilização dos recursos em moeda estrangeira; IV - Orientar a aplicação dos recursos das instituições financeiras, quer públicas, quer privadas; tendo em vista propiciar, nas diferentes regiões do País, condições favoráveis ao desenvolvimento harmônico da economia nacional; V - Propiciar o aperfeiçoamento das instituições e dos instrumentos financeiros, com vistas à maior eficiência do sistema de pagamentos e de mobilização de recursos; VI - Zelar pela liquidez e solvência das instituições financeiras; VII - Coordenar as políticas monetária, creditícia, orçamentária, fiscal e da dívida pública, interna e externa. Compõe o CMN, o Ministro da Fazenda, atuando como presidente; o Ministro do Planejamento, Orçamento e Gestão e o Presidente do Banco Central do Brasil (BRASIL, Lei n.º 4.595/1964).

No rol das entidades supervisoras do sistema monetário está o Banco Central do Brasil (BACEN) e a Comissão de Valores Mobiliários (CVM). A CVM é uma autarquia federal vinculada ao Ministério da Fazenda responsável por regulamentar, desenvolver, controlar e fiscalizar o mercado de valores mobiliários (ações, debêntures, copões, bônus, etc). Tem por objetivo estimular o mercado acionário, assegurar o funcionamento eficiente e regular das bolsas de valores e de balcão, evitar ou coibir modalidades de fraude, proteger os titulares dos valores mobiliários. No uso de suas atribuições, compete a CVM fiscalizar a emissão o registro, a distribuição e a negociação de títulos emitidas pelas sociedades anônimas de capital aberto (BRASIL, Lei 6.385/1976).

O Banco Central do Brasil, criado em substituição à SUMOC pela Lei 4.595/1964, é o órgão executivo central das orientações do CMN, tendo também função fiscalizadora, possuindo as funções típicas de um banco central. Dentre suas atribuições, destacam-se: emitir papel-moeda e moeda metálica; executar os serviços do meio circulante; receber recolhimentos compulsórios e voluntários das instituições financeiras e bancárias; realizar operações de redesconto e empréstimo às instituições financeiras; regular a execução dos serviços de compensação de cheques e outros papéis; efetuar operações de compra e venda de títulos públicos federais; exercer o controle de crédito; exercer a fiscalização das instituições financeiras; autorizar o funcionamento das instituições financeiras; estabelecer as condições para o exercício de quaisquer cargos de direção nas instituições financeiras; vigiar a

interferência de outras empresas nos mercados financeiros e de capitais e controlar o fluxo de capitais estrangeiros no país (BRASIL, Lei 4.595/1964).

Finalmente, entre as instituições operadoras do sistema financeiro nacional, destacam-se as *instituições captadoras de depósitos à vista*, ou seja, aquelas que detêm poder de “criação de moeda” por meio de suas operações. No Brasil, estão autorizados os seguintes tipos de instituições: Bancos Múltiplos com carteira comercial; os Bancos Comerciais; a Caixa Econômica Federal; e as Cooperativas de Crédito.

Quadro 1 – Composição atual do Sistema Financeiro do Nacional

Órgão Normativos	Entidades Supervisoras	Operadores			
Conselho Monetário Nacional (CMN)	Banco Central do Brasil (BACEN)	Instituições financeiras captadoras de depósitos à vista	Demais instituições financeiras Bancos de Câmbio	Outros intermediários financeiros e administradores de recursos de terceiros	
	Comissão de Valores Mobiliários (CVM)	Bolsas de mercadorias e futuros	Bolsas de valores		
Conselho Nacional de Seguros Privados (CNSP)	Superintendência de Seguros Privados (SUSEP)	Resseguradores	Sociedades seguradoras	Sociedades de capitalização	Entidades abertas de previdência complementar
Conselho Nacional de Previdência Complementar (CNPCC)	Superintendência Nacional de Previdência Complementar (PREVIC)	Entidades fechadas de previdência complementar (fundos de pensão)			

Fonte: Extraído de Banco Central do Brasil

No segmento de operadores do sistema financeiro agrupadas em “demais instituições financeiras” enquadram-se as instituições que captam recursos de forma diversa, que não por meio de depósitos à vista, ou seja, instituições que não criam meios de pagamento. Os tipos de instituições vigentes nesse segmento são: Agências de Fomento; Associações de Poupança e Empréstimo; Bancos de Câmbio; Bancos de Desenvolvimento; Bancos de Investimento; Companhias Hipotecárias; Cooperativas Centrais de Crédito; Sociedades Crédito, Financiamento e Investimento; Sociedades de Crédito Imobiliário; Sociedades de Crédito ao Microempreendedor.

Merece ênfase no segmento, as Sociedades de Crédito, Financiamento e Investimento cujo objetivo é fornecer crédito ao consumo e de capital de giro, captando recursos por meio de aceite e colocação de Letras de Câmbio e Recibos de Depósitos Bancários. Interessante pontuar que esse tipo de instituição surgiu de forma espontânea no sistema financeiro durante a década de 1960. Sua inovação foi ter encontrado uma maneira de contornar o limite de juros imposto pela Lei da Usura, viabilizando assim o financiamento a prazos maiores³². A forma encontrada foi justamente a emissão de letras de câmbio pelo tomador do crédito, com o aval da instituição, e a posteriormente negociação da letra no mercado. Assim, o desconto sobre o valor de face da letra de câmbio efetivamente implicava a cobrança de juros da operação (SIQUEIRA, 2007). O mecanismo foi tão bem-sucedido que foi regulamentado na reforma de 1964 e mantido no sistema financeiro até os dias atuais.

E, por fim, no segmento de instituições classificadas como “outros intermediários financeiros” encontram-se as Administradoras de Consórcio; as Sociedades de Arrendamento Mercantil; as Sociedades corretoras de câmbio; as Sociedades corretoras de títulos e valores mobiliários; as Sociedades distribuidoras de títulos e valores mobiliários.

Conforme exposto na seção anterior, após a implementação do Plano Real houve redução no número de instituições em praticamente todos os segmentos do sistema financeiro, principalmente nos mais importantes como os bancos múltiplos e bancos comerciais. Exceção se fez nos segmentos de cooperativas de créditos, companhias hipotecárias, agências de fomento e nos recentes segmentos de sociedades de crédito ao microempreendedor.

A tabela 1 traz a evolução do número de instituições autorizadas a operar no país de 1996 até 2014. Considerando o segmento monetário, composto pelos bancos comerciais, bancos múltiplos e Caixa Econômica, o número de instituições reduziu-se de 234 para 153, um recuo de 81 instituições ou 34% em termos percentuais. Já o número total de instituições reduziu-se em 19% no período, ressaltando que a maior redução ocorreu no segmento monetário.

³² Segundo SIQUEIRA (2007), o responsável pela inovação foi Gastão Vidigal (filho) em 1959 por meio da FINASA, instituição incorporada pelo Banco Bradesco em 2005.

Tabela 1 – Quantitativo de instituições autorizadas a operar no sistema financeiro

	1996	1998	2000	2002	2006	2010	2014
Banco Múltiplo	194	174	163	143	137	139	130
Banco Comercial ¹	38	28	28	23	21	20	22
Banco de Desenvolvimento	6	6	5	4	4	4	4
Caixa Econômica	2	2	1	1	1	1	1
Banco de Investimento	23	22	19	23	18	15	14
Banco de Câmbio	-	-	-	-	-	2	3
Sociedade de CFI	48	44	43	46	51	61	55
Sociedade Corretora de TVM	219	194	187	161	116	107	92
Sociedade Corretora de Câmbio	39	39	41	42	48	44	66
Sociedade Distrib. de TVM	283	210	177	151	133	127	108
Sociedade de Arrendamento Mercantil	75	83	78	65	41	33	27
Sociedade de Crédito Imobiliário ² e Assoc. de Poupança e Empréstimo	22	21	18	18	18	14	9
Sociedade de Crédito ao Microempreendedor e à EPP	-	-	11	23	56	45	40
Agência de Fomento	-	3	8	10	12	15	16
Companhia Hipotecária	3	4	7	6	6	7	7
Cooperativa de Crédito	1018	1198	1311	1430	1452	1377	1163
Sociedade Administradora de Consórcio	446	422	407	376	333	301	186
TOTAL	2416	2450	2504	2522	2447	2312	1943

1/ Inclui os bancos estrangeiros (filiais no país)

2/ Inclui sociedades de crédito imobiliário (Repassadoras / SCIR) que não podem captar recursos junto ao público.

Fonte: Unacad – Banco Central do Brasil

A tabela 2 apresenta a participação nos ativos totais do sistema financeiro, por tipo de origem de capital das instituições no período de 1996 a 2014. A tabela demonstra uma das principais transformações pela qual passou o sistema bancário desde a introdução do Plano Real - a redução do Estado no sistema bancário. Em 1996, os bancos públicos detinham mais de 50% dos ativos do sistema financeiro, percentual que caiu para 28% em 2008 na fase de pré- crise, redução de 44 p.p. Essa redução, é explicada pela privatização e liquidação dos bancos públicos de propriedade dos estados, no âmbito da reestruturação do sistema bancário promovida pelo PROES, conforme discutido na seção antecedente.

Os bancos públicos federais também passaram por ajustes que culminaram na redução de seus ativos. O Banco do Brasil, após sua recapitalização, passou a adotar critérios mais rígidos na concessão de crédito, orientando suas aplicações para segmentos mais rentáveis e líquidos, o que implicou numa expansão mais lenta de seus ativos. A Caixa Econômica Federal também foi reestruturada em 2001, momento em que transferiu os ativos “problemáticos” para o governo federal.

Importante frisar, que a econômica brasileira passou por um ciclo expansivo de crédito no período de 2003 a 2008, oportunidade em que os bancos privados

adotaram estratégias agressivas, aumentando sua participação nos ativos totais. Essa tendência seria revertida a partir de 2010 com a adoção de políticas anticíclicas pelos bancos públicos.³³

Tabela 2 - Participação nos ativos totais do segmento bancário por tipo de origem de capital das instituições (%)

	1996	1998	2000	2002	2006	2008	2009	2010	2012	2014
Bancos Públicos	50,9	45,8	36,6	34,7	36,5	28,3	29,1	28,2	31,8	35,8
Banco do Brasil	12,5	17,4	15,6	17,1	17,8	14,4	17,4	16,6	17,3	18,2
Caixa Econômica Federal	16,5	17,0	15,4	11,7	13,2	8,8	9,6	9,6	12,5	15,4
Bancos Públicos - outros	21,9	11,4	5,6	5,9	5,5	5,1	2,1	2,1	2,1	2,1
Bancos Privados¹	48,8	53,7	62,6	64,3	61,6	70,4	69,4	70,2	66,4	62,1
Nacionais	38,3	35,3	35,2	36,9	35,6	49,2	51,6	52,0	49,9	44,7
Estrangeiros ²	10,5	18,4	27,4	27,4	26,0	21,2	17,8	18,2	16,5	17,5
Cooperativas de Crédito	0,3	0,5	0,8	1,0	1,9	1,3	1,5	1,6	1,8	2,1
TOTAL	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

1/ Inclui bancos privados nacionais com participação estrangeira

2/ Inclui filiais de bancos estrangeiros.

Fonte: Cosif – Banco Central do Brasil

Enquanto os bancos públicos perderam participação relativa, tanto os bancos privados nacionais quanto os estrangeiros aumentaram suas fatias nos ativos da área bancária. O aumento do número de bancos estrangeiros, a partir de meados da década de 1990, contribuiu para a elevação da importância das instituições privadas como um todo. A participação das instituições estrangeiras nos ativos da área bancária mais do que dobrou de 1996 a 2008, saindo de 10,5% para 27,4%, recuando a partir de 2009 e estabilizando-se em torno de 17%, em decorrência do comportamento cauteloso frente à crise econômica internacional.

O aumento da participação relativa das instituições privadas nacionais nos ativos da área bancária, passando de 38,3%, em 1996, chegando a 52% em 2009. Esse crescimento reflete a reestruturação dos bancos privados, após 1994, que passaram a participar dos processos de fusão e aquisição, adotando estratégias para competir com os bancos estrangeiros que entraram no país.

Digno de nota, apesar da ínfima representatividade, o constante crescimento dos ativos das cooperativas. Nota-se que, de 1996 a 2014, esse segmento elevou-se em 600 p.p., saindo de 03% para 2,1%. Esse desempenho é

³³ Esse período, objeto deste estudo, será discutido detalhadamente no capítulo 4.

associado a flexibilização das normas para constituição de cooperativas de livre admissão ocorrida a partir de 2003, permitindo a expansão das cooperativas.

Tabela 3 - Participação no saldo de operação de crédito do segmento bancário por tipo de origem de capital das instituições (%)

	1996	1998	2000	2002	2006	2008	2009	2010	2012	2014
Bancos Públicos	58,1	53,3	39,1	28,6	38,8	37,0	40,8	41,3	44,8	53,6
Banco do Brasil	10,6	12,1	11,0	16,2	24,4	22,0	24,9	23,8	23,4	24,8
Caixa Econômica Federal	24,0	32,3	23,0	7,6	9,9	9,1	12,7	14,4	18,7	26,1
Bancos Públicos - outros	23,5	8,9	5,1	4,8	4,5	5,9	3,2	3,1	2,7	2,7
Bancos Privados¹	41,4	45,9	59,7	69,6	58,4	60,4	56,8	56,2	52,9	43,5
Nacionais	31,9	30,9	34,5	39,7	27,5	37,8	37,5	38,1	35,2	28,9
Estrangeiros ²	9,5	14,9	25,2	29,9	30,9	22,6	19,1	18,2	17,7	14,6
Cooperativas de Crédito	0,5	0,9	1,2	1,8	2,8	2,6	2,6	2,4	2,3	2,9
TOTAL	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100

1/ Inclui bancos privados nacionais com participação estrangeira

2/ Inclui filiais de bancos estrangeiros.

Fonte: Cosif – Banco Central do Brasil

O principal componente do ativo de instituições financeiras é o saldo de suas operações de crédito. Assim, a tabela 4 apresenta o saldo de operações de crédito das instituições por tipo de origem de capital.

Observa-se que o padrão de comportamento das operações de crédito seguiu o mesmo comportamento dos ativos. Os bancos públicos inicialmente perdendo participação e os bancos privados ganhando, situação que se inverte posteriormente. No entanto, é bastante perceptível a proeminência dos bancos públicos nesta análise, chegando em momentos que são responsáveis por mais da metade de todo o crédito do sistema financeiro.

Importante notar que o Banco do Brasil durante o período de crise, respondia sozinho por cerca de um quarto de todas as operações de crédito do sistema bancário. Esse fato demonstra, *per se*, a importância deste banco na manutenção do fluxo de crédito no sistema econômico durante o período de desaceleração econômica, reforçando seu papel enquanto banco público.

A Caixa Econômica Federal, chegou a ser responsável por quase um terço de todo o crédito do sistema no ano de 1998. Reduziu abruptamente seu *market share* no mercado de crédito, em 2001, em decorrência da reestruturação de seus ativos no âmbito do Programa de Fortalecimento das Instituições Financeiras Federais (PROEF). Contudo, conseguiu recuperar espaço com o decorrer dos anos, crescendo

rapidamente nos anos de crise e pós-crise, sendo importante instrumento de políticas anticíclicas.

No caso dos bancos estrangeiros, a participação no saldo das operações de crédito cresceu de forma muito expressiva, saltando de 5,7% em 1995, para 22,8% em 2008 e recuando para 14,6% em 2014, devido aos efeitos da crise financeira internacional que atingiu suas matrizes. Esse aumento de importância das instituições estrangeiras no segmento bancário brasileiro foi reflexo, em grande medida, do seu envolvimento em importantes fusões e aquisições e da sua atuação privilegiada como intermediários de recursos externos, proporcionada pela relação com suas matrizes localizadas fora do Brasil.

Outra análise importante diz respeito ao lado do passivo das instituições financeiras bancárias. Neste caso, o componente que merece ênfase é captação de depósitos junto ao público, pois é o volume de captações de depósitos de um banco que irá determinar sua capacidade de fornecimento de crédito.

Novamente o padrão de comportamento se repete, com os bancos públicos perdendo participação inicialmente, e os bancos privados ganhando mercado nos momentos de aceleração econômica. E, quando a situação econômica é revertida, com piora nas expectativas, os bancos públicos voltam a ganhar mercado.

Entretanto, a explicação no caso dos depósitos difere do apresentado anteriormente para os agregados do ativo. Conforme lecionado pelos professores Carvalho et al:

Depósitos à vista aceitos por bancos comerciais constituem um tipo muito particular de passivo. Esses depósitos definem a obrigação por parte de um banco de entregar ao seu titular um determinado valor em moeda legal a qualquer momento que solicitado. O banco age como um custodiante de valores, mantendo-os sob sua guarda e reconhecendo o direito do titular do depósito de resgatá-los no momento em que desejar. Caso o banco que reconheça esta obrigação possua credibilidade junto ao público em geral, a probabilidade de que esses depósitos venham efetivamente a ser resgatados é bastante reduzida (CARVALHO et al., 2000).

Nos momentos de crise, em que a desconfiança do público sobre a convertibilidade de seus depósitos em papel moeda é abalada, ocorre o chamado voo para qualidade, onde os depositantes migram seus depósitos para instituições que consideram mais sólidas, notadamente os grandes bancos e os bancos públicos. Assim, no contexto da crise financeira internacional as tesourarias dos bancos públicos receberam um grande influxo de depósitos migrados de outras instituições.

Se por um lado esse movimento acentuou as dificuldades de liquidez dos pequenos bancos, por outro lado municiou os bancos públicos para manter a continuidade do fluxo de crédito na economia e também prover liquidez no sistema por meio de operações no mercado interbancário e também através das aquisições de carteiras dos bancos em dificuldades.

Tabela 4 - Participação nos depósitos totais do segmento bancário por tipo de origem de capital das instituições (%)

	1996	1998	2000	2002	2006	2008	2009	2010	2012	2014
Bancos Públicos	59,1	51,2	44,0	42,0	42,7	34,9	33,1	34,0	40,1	42,6
Banco do Brasil	14,5	17,4	17,1	17,7	19,7	16,7	19,3	19,4	21,2	19,4
Caixa Econômica Federal	23,1	20,5	19,5	16,9	16,3	11,2	11,4	12,0	15,9	19,8
Bancos Públicos - outros	21,5	13,3	7,4	7,4	6,7	7,0	2,4	2,5	2,9	3,4
Bancos Privados¹	40,6	48,2	55,0	56,5	55,5	63,8	65,5	64,4	57,7	54,3
Nacionais	33,4	33,1	33,9	36,7	32,0	45,1	48,5	48,1	43,3	40,5
Estrangeiros ²	7,2	15,1	21,1	19,8	23,5	18,7	17,0	16,3	14,4	13,8
Cooperativas de Crédito	0,3	0,6	1,0	1,5	1,8	1,3	1,4	1,7	2,3	3,1
TOTAL	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100

1/ Inclui bancos privados nacionais com participação estrangeira

2/ Inclui filiais de bancos estrangeiros.

Fonte: Cosif – Banco Central do Brasil

Finalmente, é importante mencionar que a estrutura bancária brasileira ficou mais concentrada, mesmo após a introdução de todas as reformas a partir de 1994. A entrada de bancos estrangeiros no país não surtiu impacto esperado nos serviços prestados. Estas instituições se adaptaram à estrutura oligopolista do sistema bancário, em que a concorrência acontece principalmente pela diferenciação de produtos.

Tabela 5 – Participação nos ativos totais do segmento bancário¹ dos 5, 10 e 20 maiores bancos em ativos totais

	1996	1998	2000	2002	2004	2006	2008	2009	2010	2012	2013
5 maiores	48,7	50,5	50,2	50,7	53,0	53,9	55,1	69,9	67,0	67,4	68,5
10 maiores	60,1	62,7	64,1	64,1	68,0	73,0	75,3	79,5	79,7	79,7	80,2
20 maiores	72,0	75,4	78,2	79,7	83,2	86,4	88,7	89,2	89,6	89,3	89,6

1/ Inclui bancos múltiplos, bancos comerciais e Caixa Econômica Federal.

Fonte: Cosif – Banco Central do Brasil

Uma medida simples de concentração é apresentada na tabela 4, a concentração de ativos. Observa-se que os 5 maiores bancos, em 1996, detinham

48,7% do total de ativos, e que em 2013, passaram a deter 68,5%. Este resultado implica uma ampliação da concentração nesses bancos de 40% no período.

4 A CRISE FINANCEIRA INTERNACIONAL E A ATUAÇÃO DOS BANCOS PÚBLICOS NO BRASIL

A crise financeira internacional originou-se no mercado de hipotecas de alto risco norte-americano (*subprime*). Segundo Carvalho (2008), algumas tendências do mercado financeiro norte-americano, iniciadas ainda na década de 1980, formaram uma confluência de fatores que contribuiu para o envolvimento das instituições financeiras na formação de bolhas, como a de tecnologia (2000-2002) e posteriormente a de hipotecas. Tais tendências podem ser assim enumeradas: i) inflação baixa; ii) baixa taxa de juros; iii) liberalização financeira; iv) ampliação da concorrência no mercado financeiro. O contexto formado por estas tendências, significou, para os bancos e financeiras, ganhos relativamente baixos nos mercados tradicionais e a intensificação da concorrência. Desta forma, estas instituições passaram a buscar novos mercados que fossem capazes de propiciar maiores retornos.

Um desses novos mercados a serem explorados foi o segmento de hipotecas *subprime* do mercado imobiliário norte-americano. Segundo Carvalho (2008), o termo *subprime* identifica os indivíduos que não teriam renda, ou garantias, ou história de crédito que justificassem a concessão dos empréstimos³⁴. Além de representarem um nicho de mercado inexplorado, o segmento *subprime* tenderia ser muito mais lucrativo que o mercado normal, já que os juros para esses tomadores seriam maiores em função dos riscos envolvidos.

De acordo com Carvalho (2008), a emergência de novos modelos estatísticos alimentados com informações quantitativas, utilizados como parâmetro na classificação de risco e na concessão de empréstimos, conjugado com o fato de a economia americana ter vivenciado grande período em que o emprego se manteve crescente e estável, permitiu que os tomadores de alto risco fossem aceitos pelas instituições:

Assim, pessoas sem emprego fixo, com empregos informais, que seriam, no passado, consideradas de alto risco, apareciam nas estatísticas com uma

³⁴ Esses empréstimos ficaram conhecidos *NINJAS*, pela junção das iniciais da expressão em inglês, “*no income, no job or asset*” (TORRES FILHO, 2008).

renda estável, sem um emprego fixo, mas com trabalho todo o tempo, e assim por diante. Ou seja, os modelos estatísticos de análise de crédito sugeriam que, como essas pessoas conseguiram trabalho no passado, elas continuariam conseguindo no futuro, ou, em outras palavras, como a economia norte-americana foi bem no passado, ela iria bem para sempre. Assim, o risco de perda do empréstimo foi subestimado pelos bancos e financeiras envolvidos no processo (CARVALHO, 2008, p. 18).

Para convencer os tomadores desse novo segmento de mercado a se endividarem, os bancos utilizaram como forma de persuasão uma inovação financeira na concessão dos empréstimos no mercado imobiliário. Os bancos criaram regimes de pagamento diferenciados. Em um período inicial curto, 2 a 3 anos, esses empréstimos teriam prestações e taxas de juros fixas relativamente baixas. Após esse período inicial, seguia-se outro, de 27 ou 28 anos, em que as prestações e os juros seriam reajustados periodicamente com base em taxas de mercado adequadas ao risco. Esse reajuste implicava em grande elevação dos custos do financiamento para os tomadores (TORRES FILHO, 2008).

O principal agravante nesse processo de deterioração financeira é que grande parte desses empréstimos, 80,5% em 2006, foi financiado por meio do lançamento de títulos no mercado de capitais – processo conhecido no mercado financeiro como *securitização de dívidas*. Nesse processo, o investidor que adquire o título fica distante da origem da dívida e, portanto, sem condições de avaliar corretamente os riscos envolvidos. Como se não bastasse, os empréstimos de riscos maiores foram misturados a outros títulos com o propósito de diluição de risco e transformados em derivativos para comercialização no mercado financeiro. Em cada etapa acumulava-se um resíduo de contratos com riscos altíssimos denominados de “Lixo Tóxico” (*Toxic Waste*). Para o financiamento deste resíduo, os bancos montaram empresas específicas (*Structured Investment Vehicles* - SIV), cujo o único propósito era emitir títulos de curto prazo (*commercial papers*) usados para remunerar aplicações de caixa de empresas. Entretanto, enquanto que o passivo das SIV representado pelos *commercial papers* tinha prazo de 3 a 6 meses, os ativos formados pelas hipotecas tóxicas tinham prazo de 30 anos. O descasamento de prazo dessas SIV obrigava-as a buscarem constantemente a renovação de seus passivos por meio de colocação e resgates de novos títulos (TORRES FILHO, 2008).

Quando grande parte dos financiamentos chegaram ao ponto em que seriam reajustados ao mesmo tempo em que a economia americana já não mostrava mais sinais de vigor, ao final de 2006, o mercado imobiliário começa a expor os

primeiros sinais de retração (CARVALHO, 2008). A venda de imóveis inicia uma trajetória de forte queda, em setembro de 2007, com as vendas em doze meses recuando 30% de modo global e 50% no caso dos imóveis novos. Concomitante a essa queda na demanda, os preços das residências também despencam, fato que dificulta a renovação dos financiamentos e que resultou na elevação da inadimplência, que alcançou 14% no segmento *subprime* no primeiro trimestre de 2007 (TORRES FILHO, 2008).

Diante da falta de informações sobre o tamanho das perdas em curso, os investidores cessaram as aplicações em fundos imobiliários e pararam de renovar as aplicações em *commercial papers* das SIV. Frente as dificuldades de liquidez, as SIV passaram a fazer uso das linhas de crédito que mantinham com os bancos, processo que significou a transferência dos prejuízos para os bancos controladores (TORRES FILHO, 2008). Nesse momento, ocorre o que Carvalho (2008) denominou de terceira fase da crise – a crise patrimonial. Nessa fase, diante do excesso de vendas no mercado, os preços dos ativos caem vertiginosamente, ficando abaixo do valor dos passivos, tornando o capital dessas instituições negativo.

Como grande parte das instituições financeiras norte-americanas e também as internacionais estavam envolvidas em algum grau com investimentos do mercado *subprime*, a crise se alastrou. E, mesmos os bancos com pouca exposição a esses ativos também sofreram redução de capital em função da deflação no mercado, o que, em clima de temor e desconfiança, implicou na contração das linhas de crédito para empresas e consumidores (CARVALHO, 2008).

Após essa breve explanação sobre as origens da crise financeira internacional, este capítulo tem por objetivo examinar o papel dos bancos públicos na atuação anticíclica no Brasil após o efeito-contágio da crise. Nas seções seguintes procura-se mostrar que a existência de um sistema bancário misto, com a presença ainda significativa de instituições públicas contribuiu, de forma fundamental, para atenuar o contágio da crise sobre suas economias ao garantir volumes adequados de crédito, condição para a sustentação das atividades produtivas.

4.1 Efeito contágio da crise financeira internacional no Brasil

Entre o terceiro trimestre de 2008 e o primeiro semestre de 2009 a crise financeira originada no mercado norte-americano de hipotecas *subprime* aprofundou-

se transformando-se em fenômeno mundial. Esta crise foi classificada como a maior desde 1929, e sem precedentes quanto ao seu caráter global e a rapidez de difusão de seus efeitos, ocasionando contração na economia mundial em 2009, algo que não ocorria desde a segunda guerra (CEPAL, 2009a).

Esta contração da economia mundial em 2009, colocou fim a um ciclo que se iniciou em 2003 estendendo-se até o primeiro semestre de 2008, e que é considerado como o mais expansivo dos últimos quarenta anos. Todavia, este ciclo expansivo diferiu dos anteriores, pois contou com a participação ativa das economias emergentes que responderam por mais da metade do crescimento mundial no período (CEPAL, 2009b).

Essa nova característica da economia global, marcada pela destacada participação dos países emergentes no crescimento da economia mundial, apresentou como países protagonistas os Estados Unidos e a China. Enquanto que o primeiro representou o grande mercado consumidor estimulado por políticas monetárias e fiscais fortemente expansionistas com a acumulação de grandes déficits em conta corrente. O segundo representou, do lado da oferta, a “grande fábrica do mundo”, ofertando produtos manufaturados a preços estáveis e até cadentes, tornando-se grande absorvedora de *commodities* de energia, alimentos e matérias-primas que por sua vez provinham, em grande parte, dos países emergentes especializados na exportação dessas *commodities* (PRATES, et al., 2009).

Esse contexto da economia mundial, de elevada liquidez internacional, reduzidas taxas de juros, elevação do fluxo comercial e financeiro, associado a estabilidade de preços de produtos manufaturados com elevação do nível de preços das *commodities* permitiu que a economia mundial crescesse a taxas elevadas, 4% em média. Nos países em desenvolvimento, esse contexto significou melhoria nos termos de intercâmbio e acesso aos mercados financeiros internacionais com reduzidas taxas de juros, permitindo a apreciação de suas moedas e a acumulação de reservas. Esse quadro de prosperidade e estabilidade foi batizada como “a grande moderação” ainda em 2004 por Bernanke³⁵ (PRATES, 2009, et al.).

Entretanto, conforme afirmam Prates et al. (2009), a crise financeira iniciada nos EUA em 2007 representou a contraface dessa grande moderação. A

³⁵ BERNANKE, Ben. The great moderation. In: *The Taylor Rule and the transformation of monetary policy*. Institutions Press Publication Hoover, 2004.

elevada liquidez, o crédito farto e a ausência de anteparos regulatórios somadas ao ambiente próspero são apontados pelos autores como fatores determinantes da crise. Tendo como epicentro a principal economia mundial, a crise rapidamente contaminou os demais países desenvolvidos. No entanto, apenas quando se converteu em fenômeno sistêmico, em setembro de 2008, é que a crise atinge os países emergentes, inclusive aqueles com bons fundamentos econômicos.

Esse lapso temporal, de pouco mais de um ano, entre a eclosão da crise nos EUA (agosto de 2007) e a contaminação generalizada dos países emergentes (setembro de 2008), somado aos indicadores extremamente favoráveis desses países, do último trimestre de 2007 ao primeiro semestre de 2008, levou vários analistas a defenderem a “tese do descolamento” (*decoupling*). Segundo a qual, os países emergentes estariam imunes à crise internacional devido à baixa exposição externa de seus mercados financeiros, sobretudo às securitizações do mercado imobiliário norte-americano. Segundo essa tese, os vínculos comerciais existentes entre os próprios países emergentes, sob a liderança da China, seriam capazes de atenuarem os impactos recessivos da crise nas economias avançadas sustentando assim seu dinamismo, mesmo após a eclosão da crise.

No entanto, os acontecimentos posteriores não confirmaram a tese do deslocamento. A bancarrota do *Lehman Brothers* – um dos mais proeminentes bancos de investimentos dos EUA, fundado em 1850, com operações em diversos países e que empregava 25 mil pessoas em todo mundo³⁶ – marcou o aprofundamento da crise financeira americana, constituindo-se em sua fase mais aguda, a qual abarcou de forma generalizada as economias dos países em desenvolvimento.

Não há consenso na literatura sobre o canal de transmissão que foi preponderante no efeito contágio da crise nos países em desenvolvimento. Contudo, no caso brasileiro a redução das exportações e o influxo de capitais e seus respectivos efeitos sobre o câmbio afiguram-se como explicações recorrentes.

Prates et al. (2009) ressaltam os aspectos do padrão de inserção internacional das economias emergentes no ciclo expansivo da economia mundial de 2003-2008 como determinante para os impactos heterogêneos da crise nessas economias. Particularmente ao Brasil, afirmam que a crise se manifestou mais nos canais financeiros do que pelos vínculos comerciais.

³⁶ Informações do Lehman Brothers extraídas de BBC (2008).

Prates et al. (2011), a despeito dos variados canais de transmissão que resultam das relações de interdependência entre as economias em desenvolvimento e avançadas, destacam que as contas externas, transações correntes e a conta de capital, se mostraram altamente voláteis durante o aprofundamento da crise financeira. Porém, ressaltam a eminência de dois canais adicionais sem impacto direto sobre as contas externas– os derivativos de câmbio e a retração do crédito interno.

Cintra & Prates (2011) não ignoram os canais de transmissão manifestados no balanço de pagamentos, todavia, enfatizam a debilidade da moeda dos países emergentes frente as moedas dos países avançados em momentos de crise, a qual se constitui em importante fator de propagação de instabilidade e assim de contágio da crise.

A CEPAL (2009b), por sua vez, asseverou que, não obstante os demais canais de transmissão da crise, as vias comerciais, volume e preço das exportações, juntamente com a deterioração das expectativas representaram, na maior parte dos países da América Latina e Caribe, o principal canal de repercussão da crise financeira internacional. Ressaltam, porém, que Brasil, Chile e Peru são os únicos países da análise que exibiram uma interrupção abrupta do fluxo de capitais associado aos efeitos da crise.

Castilho (2011, p. 105) argumenta que a situação externa da economia brasileira em 2008 era relativamente confortável e que a crise se manifestou no Brasil primordialmente por dois canais:

“Em primeiro lugar, via comércio exterior, fortemente afetado pela queda da demanda externa e dos preços das *commodities* (...). Em segundo lugar, a deterioração das expectativas e a abrupta saída de capitais levaram a uma desvalorização do real, com reflexos importantes sobre a saúde financeira de diversas grandes empresas exportadoras.”

A autora enfatiza ainda que a rápida desvalorização cambial, a partir de setembro de 2008, foi responsável pela transposição da crise do setor financeiro para o setor real da economia. Expõe que essa desvalorização contribuiu para deterioração das expectativas, levando ao adiamento das decisões de compra e investimentos dos agentes, e que principalmente, afetou grandes empresas exportadoras que estavam

com elevadas posições vendidas em moeda estrangeira por meio de operações de derivativos cambiais.³⁷

Chernavisky (2011) argumenta que as análises convencionais que buscam evidências sobre o efeito contágio da crise nos fundamentos econômicos das economias se mostram insuficientes para justificar a velocidade e intensidade com que a reversão econômica se verificou. Sugere assim, que o principal mecanismo de transmissão da crise financeira internacional à economia brasileira ocorreu via deterioração das expectativas de produtores e consumidores. Explica que, por meio de expectativas autorrealizáveis, formadas em um ambiente de elevada incerteza e eivado de pessimismo, a crise financeira assumiu contrastes severos.

Moreira & Soares (2010, p. 23), contrariando as demais reflexões, refutaram a hipótese de transmissão da crise da economia dos EUA para outras economias por meio de contágio. Afirmam que seria “(...) condenável assumir que o transbordamento da crise desse país [os Estados Unidos] para a economia mundial se deu por puro contágio”. As explicações dos autores para o transbordamento da crise se assentam no elevado grau de integração das economias, principalmente dos mercados financeiros, que transformaram uma crise local em uma crise global, pela ocorrência de três fatores.

O primeiro fator é a ocorrência do chamado efeito “*wake-up*”, no qual os investidores ao descobrirem a fragilidade do mercado de hipotecas norte-americano passaram a investigar os fundamentos econômicos e financeiros de outros países, deflagrando crises naqueles que também estavam frágeis. O segundo fator apontado pelos autores é que em decorrência dos fortes déficits externos americanos, recursos migraram de volta aos EUA com o objetivo de maiores retornos. No entanto, em função da política monetária expansionista do período, que reduziu a rentabilidade dos títulos públicos, esses recursos acabaram direcionados para o mercado de hipotecas, fomentando a bolha especulativa. E por fim, defendem que como a crise envolvia os agentes responsáveis por fomentar crédito – os bancos – os recursos necessários ao financiamento do exportações e importações escassearam tornando-se em mecanismo adicional de propagação da crise.

Por outro lado, Oreiro & Basílio (2008, p. 60) argumentam que “a crise brasileira é endógena, fruto da crescente fragilidade financeira do setor privado e

³⁷ Os derivativos cambiais serão abordados em detalhes mais adiante.

decorrente da exposição ao risco cambial. O gatilho, é verdade, foi exógeno, oriundo do recrudescimento da crise internacional”. Ou seja, para os autores, os efeitos deletérios das operações de derivativos cambiais sobre o mercado interno de crédito assumem posição preponderante na explicação da queda acentuada da atividade no último trimestre de 2008 e primeiro semestre de 2009.

De toda sorte, em que pese as diversas argumentações sobre os mecanismos de propagação da crise norte-americana ou ainda sobre seu efeito contágio, para a finalidade deste trabalho estaremos interessados em como os acontecimentos deste período, seus impactos sobre as variáveis econômicas e as expectativas condicionaram o comportamento dos bancos privados e públicos na oferta interna de crédito. Assim, na próxima seção serão analisados os principais indicadores macroeconômicos com ênfase nas contas externas.

4.1.1 Efeito contágio sobre as contas externas

Conforme mencionado, no período de 2003 a 2007, e com efeitos que se prolongaram ainda durante o primeiro semestre de 2008, a economia mundial passou por sua fase mais favorável das últimas quatro décadas. As economias emergentes, de modo geral, foram extremamente beneficiadas por este ciclo expansivo. Entretanto, a inserção dessas economias nesse ciclo foi diferenciada de acordo com os regimes cambiais adotados, o grau de abertura financeira e a pauta de exportações. Enquanto que as economias emergentes da Ásia priorizaram a manutenção de taxas de câmbio competitivas (exceto a Coreia do Sul) beneficiando-se do crescimento das exportações de manufaturados, os países da América Latina permitiram a apreciação de suas moedas apoiando-se sobre os resultados positivos das exportações de *commodities* (PRATES et al., 2009).

Brasil, Chile e México, aproveitando-se do cenário de ampla liquidez e elevação do comércio, utilizaram a apreciação de suas moedas para o controle da inflação reforçando seus sistemas de metas de inflação. Nesta estratégia, a apreciação de suas moedas não comprometeu o desempenho de suas balanças comerciais em função da melhoria dos termos de troca possibilitada pela elevação dos preços das *commodities* superior aos bens manufaturados (PRATES et al., 2009).

Segundo Prates et al. (2011, p. 71) os principais mecanismos de transmissão que produziram impacto direto sobre o mercado de câmbio e o balanço de pagamentos podem ser enumerados como segue:

- i) a retração dos investimentos de portfólio em um contexto de crescente aversão ao risco e preferência pela liquidez;
- ii) a diminuição e, após a falência do Lehman Brothers, a virtual interrupção dos créditos externos, inclusive daqueles direcionados ao comércio exterior;
- iii) a queda dos fluxos de IDE diante da desaceleração nos países avançados;
- iv) a redução da demanda externa desses países e dos preços das commodities;
- v) o aumento das remessas de lucros pelas filiais das ETs e dos bancos estrangeiros;
- vi) a redução das transferências unilaterais dos imigrantes.

A despeito dos diversos canais que impactaram o balanço de pagamentos, estes não foram capazes de torná-lo negativo em 2008. Nesse ano, o balanço de pagamentos brasileiro registrou superávit de US\$ 2,9 bilhões ante o recorde histórico de US\$ 87,5 bilhões de 2007, auge do ciclo internacional expansivo. Isso, contudo, não significa que as contas externas brasileiras passaram incólumes ou com tranquilidade durante o período de agravamento da crise financeira internacional. Ao contrário, o último trimestre de 2008 registrou saídas expressivas e forte depreciação da moeda doméstica, que só não minaram o resultado anual do balanço de pagamentos graças ao forte fluxo de capitais que ingressaram no país durante o primeiro semestre.

Após cinco anos sucessivos de superávit (2003 a 2007), as transações correntes voltaram a apresentar déficits em 2008, US\$ 28,2 bilhões. A forte deterioração da balança comercial (-38,2%) que reduziu o superávit de US\$ 40 bilhões em 2007, para US\$ 24,7 bilhões em 2008, bem como o aumento das remessas de serviços e rendas, de US\$ 42,3 bilhões para US\$ 57,3 bilhões, condicionaram o resultado das transações correntes.

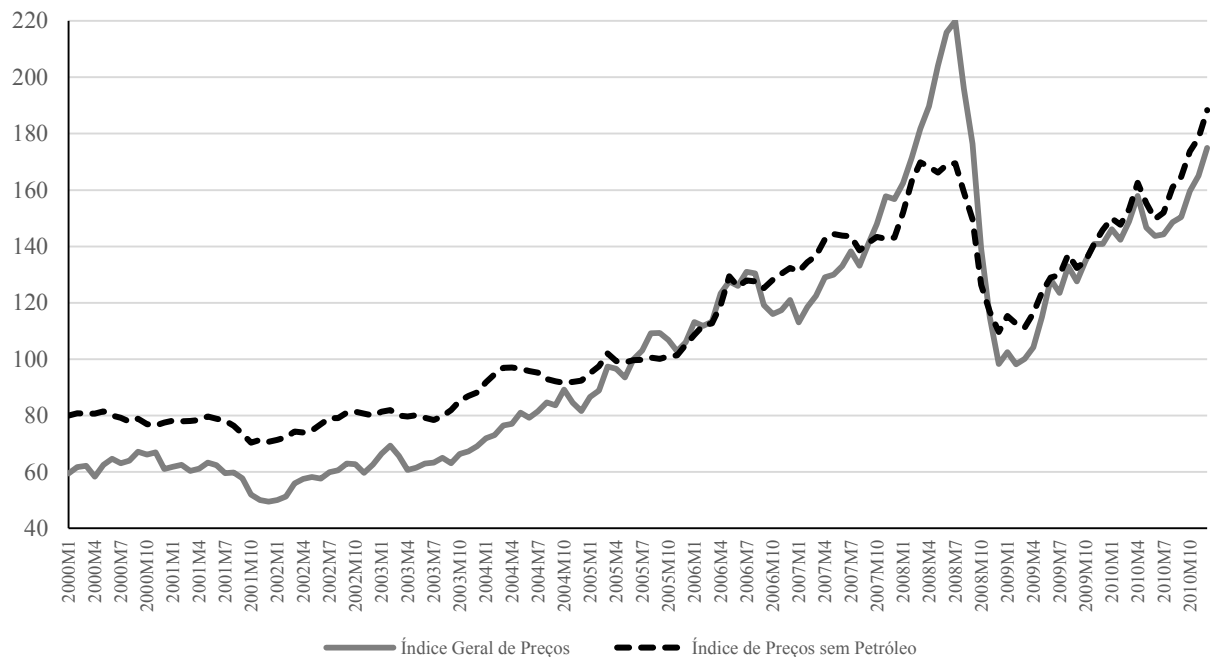
Segundo IEDI (2009) a queda do saldo do comércio exterior de bens foi determinada tanto por fatores associados ao efeito contágio da crise quanto por fatores macroeconômicos e estruturais. No âmbito macroeconômico, a apreciação forte e contínua da taxa de câmbio entre 2004 e julho de 2008 e a aceleração do crescimento econômico a partir de 2007 impulsionaram negativamente esse saldo. A interação desses dois fatores determinou a evolução das importações que cresceram 43,6% em 2008, e das exportações que registraram aumento de 23,2%.

Os fatores estruturais e os mecanismos de transmissão relacionaram-se influenciando no desempenho das exportações no biênio 2007-2008. O fator estrutural reflete-se na pauta exportadora brasileira que é concentrada em *commodities*. Enquanto os preços das *commodities* estavam crescendo, o Brasil parecia estar imune a queda da demanda externa provocada pela eclosão da crise. No entanto, a partir do momento que ocorre a inflexão nos preços das *commodities* o ímpeto das exportações é reduzido e os efeitos da crise começam a aparecer. O movimento de preços das *commodities* é explicado por IEDI (2009, p. 9):

Países, como o Brasil, com uma elevada participação das *commodities* nas vendas externas, até meados de 2008 se beneficiaram da aceleração dos aumentos dos preços de bens agrícolas, minerais, energéticos e *commodities* industriais no mercado internacional. Tal aceleração já podia ser interpretada como um dos primeiros efeitos colaterais da crise financeira internacional, na medida em que os fundos de investimento de perfil mais especulativo, em um contexto de queda da taxa de juros nos países centrais, como os EUA, ampliaram suas aplicações nos mercados futuros de *commodities* no segundo semestre de 2007 e primeiro de 2008 no afã de obter lucros e atenuar suas perdas nas aplicações vinculadas às hipotecas *subprime*, o que elevou as cotações. No entanto, mesmo antes do agravamento em setembro da crise internacional, ou seja, já a partir de junho e julho, as perspectivas de retração da demanda mundial de bens e serviços afetaram negativamente os preços desses bens, que ingressaram numa trajetória oposta, de deflação.

Conforme se verifica no gráfico abaixo, o índice geral de preços de *commodities* elevou-se constantemente a partir de 2003. O índice geral cresceu 65% nos doze meses anteriores ao início da queda dos preços (agosto/2007 a julho/2008). A queda foi bastante abrupta, em apenas quatro meses (agosto a dezembro de 2008) o índice caiu mais de 123%.

Figura 3 – Índice Internacional de Preços de *Commodities* (2005=100)



Fonte: IMF statistics.

Contudo, essa reviravolta nos preços das *commodities* não foi suficiente para anular os resultados positivos das exportações do primeiro semestre de 2008. Segundo IEDI (2009), o *quantum* de exportação em 2008 encolheu em 2,5%, no entanto, os preços das exportações apresentaram elevação de 26,3% que foi mais que suficiente para garantir o resultado positivo. Porém, no segundo semestre de 2008, com a intensificação da crise e a consequente redução da demanda externa e principalmente a emergência de outro canal – a contração dos créditos comerciais – o *quantum* de exportações reduziu-se em 8,7%, ou seja, uma contração quatro vezes maior que a média anual.

A conta de serviços e rendas também foi impactada pela crise e por fatores conjunturais, por meio da subconta “rendas de investimentos”, que registrou déficit recorde em 2008, de US\$ 41,1 bilhões, elevação de 38,2% em relação ao ano anterior. Esse resultado é atribuído a maior lucratividade das empresas no período de 2007 a primeira metade de 2008, quando do crescimento da economia brasileira. No entanto, também foi “impulsionado pelas maiores remessas de lucros e dividendos por parte das empresas e bancos internacionais para suas matrizes com o objetivo de compensar perdas em outros mercados e para atender à necessidade de ‘caixa’ no exterior, dada a dificuldade de renovação das linhas de crédito” (IEDI, 2009, p. 09).

Segundo IEDI (2009), o elevado passivo externo da economia brasileira, como reflexo das características estruturais como o grau de internacionalização da estrutura produtiva e de abertura financeira, revelou-se em um importante mecanismo de propagação da crise financeiras internacional. O passivo externo se refletiu nas remessas de lucros e dividendos pelas filiais das empresas transnacionais e também na saída de recursos financeiros pela conta capital e financeira, conforme tabela abaixo.

Tabela 6 – Balanço de Pagamentos Brasileiro 2007-2009 (US\$ milhões)

Contas	2007	2008	2009
Resumo do balanço	87.484	2.969	46.651
Transações correntes	1.551	-28.192	-24.334
Balança comercial	40.032	24.836	25.347
Serviço e rendas	-42.510	-57.234	-52.945
Serviços	-13.219	-16.672	-19.260
Rendas de investimento	-29.740	-41.107	-34.287
Conta capital e financeira	89.086	29.357	70.551
Conta capital	756	1.055	1.128
Conta financeira	88.330	28.297	69.423
Saída de capitais brasileiros	-25.332	-24.138	-19.926
Fluxo de capitais brasileiros	114.372	52.435	89.348
Investimento estrangeiro direto	34.585	45.058	25.949
Participação no capital	26.074	30.064	19.906
Empréstimos intercompanhias	8.510	14.994	6.042
Fluxos financeiros	79.787	7.377	63.400
Investimento estrangeiro em portfólio	48.104	-767	46.159
Ações no país	24.613	-10.850	32.097
Renda fixa no país	20.482	15.289	10.077
Ações no exterior	1.604	3.285	4.974
Renda fixa no exterior	1.404	-8.491	-989
Bônus	-7.880	-3.003	94
<i>Notes e commercial papers</i>	5.633	-1.552	-516
Títulos curto prazo	3.651	-3.935	-567
Outros investimentos estrangeiros	31.683	8.143	17.241
Crédito comercial-fornecedores CP	17.378	3.966	5.145
Emprést. e financiam. demais setores CP	13.770	-8.148	1.486
Emprést. e financiam. demais setores LP	64	13.321	7.175

Fonte: PRATES et al. (2011, p. 74) a partir de dados Banco Central (Metodologia BPM5)

A exemplo da conta de transações correntes, o resultado anual da conta capital e financeira foi sustentado pelo desempenho dos oito primeiros meses de

2008. Segundo Prates et al. (2011), os investimentos de portfólio em ações brasileiras foram impulsionados no primeiro semestre de 2008 pela forte alta dos preços das *commodities* (principalmente indústria extrativa mineral e de biocombustíveis) e pela elevação da classificação do risco de crédito soberano dos títulos brasileiros pelas agências internacionais especializadas (30 de abril pela *Standard & Poors* e em 29 de maio pela *Fitch Ratings*). No mercado de renda fixa, as entradas de capitais foram incentivadas pelo diferencial de juros do mercado doméstico em relação a mercados externos, decorrente da elevação da taxa Selic frente a um contexto de redução de juros pelas autoridades norte-americanas.

Conforme se evidencia da tabela acima, os fluxos financeiros sofreram retração de 87,6% na comparação com 2007, sendo a queda mais intensa nos “investimentos de portfólios”, e na subconta “outros investimentos”. No caso da primeira rubrica, a inflexão dos últimos meses fica evidente, pois em 2007 o Brasil havia registrado US\$ 48,1 bilhões de superávit, de janeiro a agosto de 2008 o superávit ficou em US\$ 18,1 bilhões, e nos quatro meses posteriores foi registrado déficit de US\$ 18,9 bilhões, resultando em saldo negativo de US\$ 767 milhões. Nesta rubrica são registrados os fluxos de capitais de ações e também de renda fixa, este último ainda permaneceu superavitário em 2008.

Prates et al. (2011) ressaltam que o fluxo de investimento direto estrangeiro (IDE) teve desempenho excepcional no ano de 2008, fato que contribuiu definitivamente para a sustentação do balanço de pagamento naquele ano e assim atenuou os efeitos da crise. Em 2008 o IDE atingiu o valor recorde de US\$ 45 bilhões, resultado que compensou a saída de capitais de US\$ 24,1 bilhões naquele ano. Os autores explicam que os IDE, ao contrário de outros fluxos mais voláteis, provém de decisões cuja perspectiva de retorno é de longo prazo e que, neste ano em particular, sofreu influência do bom desempenho econômico da economia brasileira nos anos imediatamente anteriores.

4.1.2 Efeito contágio sobre o mercado de crédito

A crise financeira internacional atingiu o Brasil no momento em que o mercado de crédito estava na fase ascendente de um ciclo de expansão que se iniciara cinco anos antes, em 2003. A relação crédito/PIB que em março de 2003 foi de 21,8% cresce ininterruptamente atingindo o volume de 38,4% quando do contágio

da crise, em setembro de 2008. Antes desse ciclo expansivo, os bancos baseavam sua atuação ativa no carregamento de títulos públicos em detrimento da oferta de crédito. No ciclo expansivo, os bancos passaram a priorizar a oferta de crédito. Contudo, segundo Prates & Biancarelli (2009) essa mudança de atitude dos bancos não correspondeu a uma transformação da estrutura e do perfil do sistema bancário brasileiro, mas apenas a alteração para atividades mais rentáveis.

Prates & Freitas (2013, p. 326) propõe a divisão do ciclo expansivo de crédito da economia brasileira a partir da identificação de dois períodos distintos:

O primeiro, que se estendeu de maio de 2003 a fevereiro de 2008, caracterizou-se pelas taxas de crescimento mais elevadas (frente ao mesmo mês do ano anterior) das operações de crédito às famílias e pela melhora progressiva das condições dos empréstimos nos dois segmentos (Pessoas Físicas - PF e Pessoas Jurídicas - PJ). No segundo, que foi bem mais curto (março a agosto de 2008), os empréstimos aos setores empresariais assumiram a liderança em termos de ritmo de expansão num contexto de dinamização dos investimentos e do mercado interno.

Ambas as fases do período expansivo foram condicionadas pelo ambiente macroeconômico favorável da economia brasileira, constituído principalmente de controle inflacionário e apreciação da taxa de câmbio. Este ambiente benigno permitiu certa tranquilidade na redefinição das estratégias dos bancos, que priorizaram, sobretudo, o crédito às pessoas físicas. A priorização do crédito às famílias no período expansivo é explicada por Prates & Biancarelli (2009, p. 5) como a conjunção do crescimento da renda com a estratégia de rentabilidade dos bancos:

Essas instituições identificaram na ampliação dos empréstimos às famílias um enorme potencial de ganho, diante das expectativas otimistas quanto à recuperação do emprego e da renda sob o governo Lula. Ademais, nessa modalidade de crédito, a avaliação da capacidade de pagamento do tomador é mais fácil do que no caso crédito empresarial, que exige conhecimento do ramo de negócios, análise financeira e monitoramento das atividades das empresas. E, como as taxas de juros praticadas no segmento de pessoas físicas são superiores, as operações de crédito pessoal são mais rentáveis.

Ademais, uma nova modalidade de crédito às pessoas físicas é introduzida pelo governo a partir de 2004 – o crédito consignado – que passa a ter papel fundamental na evolução dos empréstimos às famílias a partir de então. Nessa modalidade de crédito, as parcelas do empréstimo são descontadas diretamente na folha de pagamento do tomador, o que se reflete em menor risco para o prestador.

A intenção do governo ao criar essa modalidade de crédito era favorecer a redução dos custos dos empréstimos. (PRATES & BIANCARELLI, 2009).

Outra característica desse ciclo expansivo de crédito foi que o segmento de recursos livres (crédito que pode ser alocado a critério do agente financeiro a partir de recursos de tesouraria com taxas livremente pactuadas) liderou a expansão dos empréstimos, crescendo a taxas superiores ao segmento de recursos direcionados, cujas taxas relativas aos empréstimos são fixadas pelo Conselho Monetário Nacional. (PRATES & FREITAS, 2013).

A segunda fase do ciclo expansivo, isto é, quando o crédito às pessoas jurídicas assume a dianteira na elevação do crédito total, a partir de março de 2008, ocorre em um ambiente macroeconômico interno e externo menos favorável que o da fase anterior. Nesta segunda fase, apesar da economia brasileira ainda apresentar dinamismo, a inflação está em elevação o que termina por condicionar a política monetária que passa a ser restritiva com o objetivo de frear o ritmo de expansão do crédito. Apenas a taxa de câmbio e suas expectativas mantiveram a tendência favorável de apreciação da fase anterior. (PRATES & FREITAS, 2013).

Freitas (2009) atribui o maior dinamismo do crédito às pessoas jurídicas nesse período a interação de vários fatores inter-relacionados. Pelo lado da demanda por crédito, a aceleração do ritmo de crescimento da economia brasileira a partir do segundo trimestre de 2007, estimulou as decisões de produção das empresas impulsionando a contratação do crédito. Pelo lado da oferta de crédito, a obstrução de duas importantes fontes complementares de crédito às empresas brasileiras, sobretudo às de maior porte, ocasionada pelos efeitos deletérios da crise financeira nos Estados Unidos, deslocou a demanda por crédito desses mercados para o mercado interno de crédito bancário.

Uma dessas fontes de financiamento que ficou obstruída quando da eclosão da crise foi o mercado de capitais. Importante sobrelevar que o mercado de capitais inclui, além da emissão de ações, o lançamento de debêntures, e que no período do ciclo expansivo contou com grande participação de investidores estrangeiros³⁸. A partir de julho de 2007, antes ainda do efeito contágio sobre a economia brasileira, mas já na esteira da crise internacional, os investidores externos

³⁸ Segundo IEDI (2009), os investidores estrangeiros absorveram mais de 70% das ofertas públicas de ações realizadas.

venderam suas posições no mercado brasileiro de ações e de títulos como forma de recomposição parcial de perdas, e também por conta do efeito “manada”. Assim, a captação de recursos novos pelas empresas brasileiras, via mercado de capitais, se restringiu significativamente. (IEDI, 2009; PRATES e BIANCARELI, 2009; FREITAS 2009; PAULA, 2008).

A segunda fonte de crédito obstruída pelos efeitos da crise internacional antes de seu recrudescimento, foram as linhas de crédito internacionais que apresentaram os primeiros sinais de retração ainda em 2007. Os impactos adversos dessa retração puderam ser sentidos “ (...) tanto sobre os empréstimos bancários às empresas concedidos no país com base em *funding* externo (Adiantamentos dos Contratos de Câmbio - ACCs, repasses externos e financiamento às importações), como sobre a captação direta das empresas no mercado internacional (mediante empréstimos dos bancos ou emissão de títulos). ” (IEDI, 2009, p. 18) (PRATES & BIANCARELI, 2009; FREITAS, 2009).

O mercado de crédito interno, nesse primeiro momento, absorveu prontamente essa nova demanda de crédito, deslocada do mercado de capitais e das linhas de créditos internacionais, elevando assim o volume de crédito ao setor empresarial:

(...) o crédito doméstico supriu estas lacunas do mercado de capitais e do financiamento com recursos externos, respondendo elasticamente à maior demanda por parte das empresas. Dois outros fatores interligados concorriam para uma evolução ainda mais acentuada da demanda de crédito no mercado doméstico: a crescente atividade econômica e o forte impulso que se assistia nas decisões empresariais de investir, tornando maiores as necessidades de recursos das empresas para capital de giro e para investimento. (IEDI, 2009, p. 19)

Essa maior demanda por crédito no mercado bancário doméstico somada ao impacto de duas decisões de política econômica que visavam arrefecer o mercado de crédito para conter pressões inflacionárias, pressionou para cima os custos de captação dos bancos no mercado interbancário e conseqüentemente elevou as taxas de captação via Certificado de Depósito Bancário (CDBs).

A primeira medida foi a instituição, em janeiro de 2008, do recolhimento compulsório sobre os depósitos bancários de empresas de *leasing*, que captavam recursos via emissão de debêntures. Tal medida provocou a retração de novas emissões de debêntures e o acirramento da concorrência para captação de recursos

por meio de CDB. A segunda medida, foi a elevação da taxa Selic, em abril de 2008, que promoveu a realocação das carteiras de aplicações financeiras para títulos públicos em detrimento das ações e títulos privados. (FREITAS, 2009; PRATES & BIANCARELLI, 2009).

Segundo Freitas (2009), neste contexto de acirramento da concorrência bancária, tanto via captação de recursos quanto via aplicação (crédito), em um cenário marcado pela elevação do custo do crédito é que surgiram duas inovações financeiras que acabariam por amplificar o potencial desestabilizador da crise financeira internacional no Brasil. Do lado das captações de recursos pelos bancos, na tentativa de tornar mais atrativo as aplicações pelos investidores em depósitos a prazo (CDBs), criou-se os depósitos a prazo com liquidez diária, espécie de conta corrente remunerada. Os referidos depósitos possuíam prazo de até dois anos, mas permitiam o resgate antecipado após período de carência que variava entre dois a três meses apenas. Do lado das aplicações de recursos pelas instituições bancárias, emergiu uma nova modalidade de empréstimo de capital de giro vinculada às operações de derivativos de dólar. Referida modalidade, inicialmente introduzida pelos bancos privados estrangeiros e rapidamente mimetizada por seus congêneres nacionais, em um contexto de apreciação cambial possibilitava redução de custo do crédito para os tomadores, que girava em torno de 50% a 75% da taxa CDI³⁹, portanto muito abaixo de outras modalidades de crédito.

Nesse ambiente de apreciação cambial e elevação do custo do crédito, muitas grandes empresas brasileiras, sobretudo exportadoras, firmaram inúmeros contratos de derivativos de balcão vinculados a operações de crédito, assumindo posição vendida em dólar. Inicialmente, essas operações seriam instrumentos empregados pelas empresas com receitas em dólares para se protegerem de eventuais valorizações da taxa de câmbio (*hedge*). No entanto, as empresas se valeram desse expediente como fonte adicional de receita, na tentativa de compensar o recuo das receitas operacionais decorrente da valorização cambial. Esse fato torna-se evidente quando da análise dos volumes relativos dos contratos:

De um ponto de vista microeconômico, fazia sentido essas empresas buscarem coberturas de riscos contra essa apreciação. Todavia, os montantes elevados de suas operações, muito superiores aos volumes de suas exportações, caracterizaram sua postura especulativa e tiveram, no

³⁹ Certificado de Depósito Interbancário – Taxa CDI é a taxa de juros no mercado interbancário.

segundo semestre de 2008, efeitos macroeconômicos, entre outros porque contribuíram para acentuar a depreciação da taxa de câmbio. (FARHI & BORGHI, 2009, p. 173)

A utilização especulativa dos derivativos ganhou consistência, pois durante o ano de 2007 e até o primeiro semestre de 2008, a taxa de câmbio continuou o movimento de valorização proporcionando ganhos financeiros significativos para as empresas envolvidas com esses contratos. E, conforme assinalado por Minsky (2013), a dinâmica concorrencial e também o sucesso temporário das operações sucumbiram o comportamento prudencial dos agentes, induzindo cada vez mais empresas a se envolverem nessas operações especulativas. Assim, esses contratos de derivativos foram oferecidos pelos bancos para empresas cada vez menores, inclusive empresas que não possuíam receitas em dólares também aderiram a essas operações de crédito como forma de redução do custo do crédito. (FARHI & BORGHI, 2009).

Como quase a totalidade dos contratos de derivativos eram realizados em balcão, ou seja, não havia registros ou divulgação, a mensuração de seus volumes e a identificação das empresas envolvidas restou prejudicada. Todavia, algumas estimativas⁴⁰ são suficientes para registrar a dimensão desses contratos e seus impactos sobre a taxa de câmbio e via de consequência sobre as expectativas. Sobre o número de empresas envolvidas com os derivativos, a CETIP⁴¹ estimou que em outubro de 2008 havia cerca de quinhentas empresas. Levantamento realizado pela Agência Estado referente ao primeiro semestre de 2008, indicava que 37 das 50 empresas não financeiras do Ibovespa mantinham posições abertas em derivativos de câmbio. Quanto ao volume geral desses contratos, as estimativas apontavam para valores em torno de US\$ 40 bilhões⁴² em posições vendidas em setembro de 2008 e que, apenas no decurso de um mês, o volume havia se reduzido pela metade. No que

⁴⁰ As estimativas sobre o montante da exposição aos derivativos cambiais do setor não financeiro são muito díspares. Segundo Mesquita e Torós (2010), o Banco Central à época havia estimado que a posição vendida das empresas poderia atingir no máximo US\$ 50 bilhões. Mesquita e Torós (2010) estimaram essa posição em US\$ 37 bilhões. Oreiro e Basílio (2008) também estimaram em US\$ 50 bilhões; Freitas (2009) em US\$ 25 bilhões em 09/2008.

⁴¹ “Criada pelas instituições financeiras e pelo Banco Central, a Cetip S. A. – Balcão Organizado de Ativos e Derivativos – iniciou suas operações em 1986. Ela é uma sociedade administradora de mercados de balcão organizados, ou seja, de ambientes de negociação e registro de valores mobiliários, títulos públicos e privados de renda fixa e derivativos de balcão” (FARHI e BORGHI, 2009, p. 183).

⁴² Segundo o Banco Central, as reservas cambiais do país nesse período estavam em US\$ 207 bilhões, de modo que as posições vendidas em derivativos representavam quase 20% das reservas.

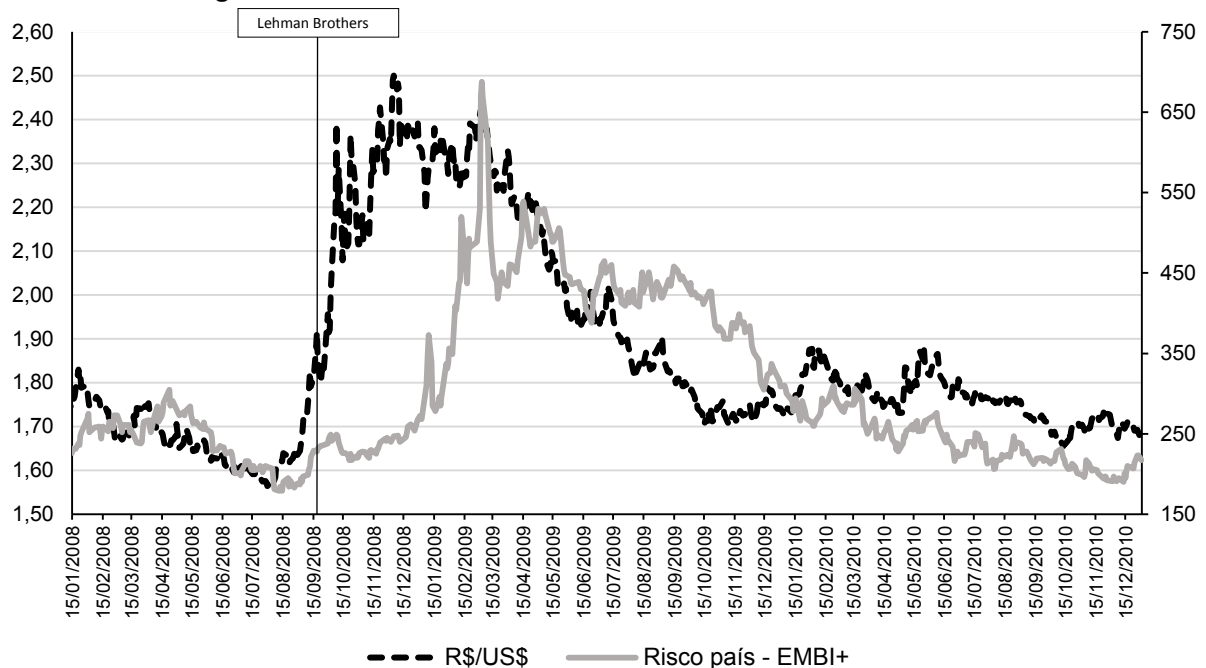
concerne as instituições financeiras que figurariam como contrapartes nesses contratos, o Banco Santander possuiria 60 clientes, Unibanco, 33 e o Banco Itaú com 96 empresas. (FARHI & BORGHI, 2009).

A falência do banco de investimento Lehman Brothers nos Estados Unidos, em meados de setembro de 2008, ocasionou forte aumento de aversão aos riscos desencadeando “um movimento generalizado de fuga de capitais para a qualidade dos investidores globais e a virtual interrupção das linhas externas de crédito comercial, resultando na abrupta desvalorização das moedas de várias economias periféricas, dentre as quais o Brasil”, (FREITAS, 2009 p. 132).

De acordo com Prates et al., (2009), além da fuga de capitais e da interrupção da entrada de capitais via linhas de financiamento, outros quatro fatores reforçaram a tendência de desvalorização cambial naquele momento: i) os preços das *commodities* que iniciaram o movimento de deterioração ainda em agosto de 2008, caindo cerca de 36,7% até outubro e 55,3% até dezembro daquele ano; ii) a desmontagem das posições vendidas das empresas nos mercados de derivativos cambiais; iii) o aumento das remessas de lucros e dividendos pelas filiais dos setores automobilístico e financeiro; iv) o recuo das quantidades exportadas.

Diante desse quadro, a taxa de câmbio inverte a tendência anterior de valorização e sofre elevada desvalorização em um curto espaço de tempo – 45,5% entre 01 de setembro e 08 de outubro de 2008, que segundo Franco (2009, p. 31), poderia ser classificada “com honras na designação de ‘maxidesvalorização’”. O impacto imediato dessa desvalorização ocorreu sobre as empresas que haviam realizado operações de derivativo de dólar, pois tiveram que arcar com vultuosos prejuízos.

Figura 4 – Câmbio R\$/US\$ e Risco Soberano Brasil - 2008 a 2010



Fonte: Elaboração própria partir de dados do Banco Central e IPEADATA.

O sistema bancário diante da incerteza e do risco de contraparte contraiu fortemente o crédito, com considerável impacto sobre a liquidez dos agentes, gerando o que ficou conhecido como empoçamento da liquidez, assunto que será tratado a seguir.

4.2 Aversão ao risco e preferência pela liquidez no mercado de crédito brasileiro

Conforme visto a crise financeira internacional atingiu o Brasil por meio de diversos canais de transmissão, manifestados principalmente sobre as contas externas – contração dos fluxos financeiros de capitais por meio da paralisa das linhas de crédito comerciais; a fuga para segurança dos investidores estrangeiros; a deterioração do saldo em transações correntes em razão da redução das exportações, da queda dos preços das *commodities* e da elevação das remessas de lucros.

A falência do Lehman Brothers desencadeou um processo de aversão ao risco, com forte deterioração das expectativas, intensificando os movimentos acima descritos. A principal manifestação na economia brasileira desse contexto adverso foi a abrupta desvalorização cambial que se agravou em decorrência da desmontagem das operações com derivativos cambiais das empresas (ver gráfico 4). Os enormes

prejuízos incorridos pelas empresas e bancos com derivativos de câmbio “desencadearam um movimento de absoluta aversão ao risco e preferência pela liquidez por parte dos bancos. Por desconhecerem o grau de exposição dos demais participantes ao risco de perdas nessas operações, os bancos retraíram o crédito tanto para as empresas e pessoas físicas como para outros bancos. ” (FREITAS, 2009, p. 132-133).

Nesse contexto de completa aversão ao risco e elevada preferência por liquidez pelos bancos que se instaura a crise de liquidez. É de bom alvitre ressaltar a diferença entre uma crise de liquidez e uma crise de insolvência:

Uma crise de insolvência ocorre quando há bancos cujos ativos disponíveis a preços de mercado são incapazes de cobrir as obrigações com terceiros (depositantes, por exemplo), o que pode levar a descapitalização do banco (...). Uma crise de liquidez, por seu turno, refere-se a uma situação em que o banco é solvente, mas não tem momentaneamente liquidez para cobrir prontamente uma maior demanda por recursos por parte de seus clientes. (PAULA, 2008, p.65-66).

Todavia, conforme pontuado por Paula (2008), é preciso lembrar que na atividade bancária problemas pontuais de liquidez são considerados normais em função do descasamento de prazo entre passivos e ativos a que as instituições intermediadoras estão sujeitas. De modo que, situações de escassez momentânea de recursos podem ser facilmente equacionadas no mercado de reservas bancárias, no qual bancos superavitários emprestam para bancos deficitários e onde, inclusive, o próprio Banco Central atua para evitar a volatilidade da taxa de juros.

Outro ponto importante é que a crise de liquidez, ocorrida no mercado de crédito brasileiro no limiar dos efeitos da crise financeira internacional, caracterizou-se não pela escassez generalizada de liquidez, mas pelo fenômeno que ficou conhecido como “empoçamento de liquidez”. Ou seja, havia liquidez suficiente no sistema, no entanto, ela não fluía adequadamente para todos os agentes, ficando restrita à alguns poucos bancos. No caso em estudo, a liquidez ficou restrita aos grandes bancos, escasseando nas instituições financeiras de porte menor. Segundo Oreiro & Basílio (2008), isso pôde ser evidenciado pelo fato de que as reservas compulsórias dos grandes bancos junto ao Banco Central terem sido substituídas por reservas voluntárias naquele período.

Paula (2008) e Freitas (2009, p. 133) e ressaltam que a combinação da liquidez represada com a contração do crédito afetou mais as instituições financeiras

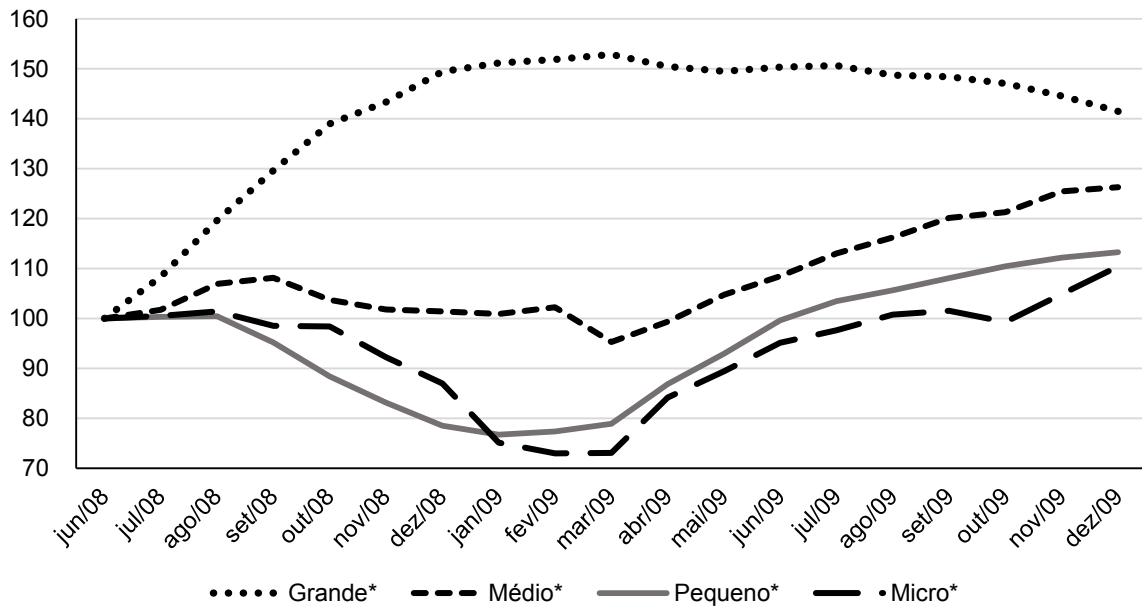
médias e pequenas, pois geralmente são mais alavancadas e “não dispunham de uma ampla base de depositantes e dependiam da captação de recursos no interbancário e da cessão de crédito para dar continuidade às suas operações”. Os autores, como Mesquita e Torós (2010), complementam essa constatação, afirmando que as instituições de menor porte são mais dependentes da captação por meio de depósitos a prazo colocados junto a um reduzido número de investidores institucionais⁴³, enquanto que os bancos de grande porte captam recursos por meio de depósitos à vista e prazo pulverizados junto a um grande público.

Os prejuízos das operações com derivativos cambiais e os rumores sobre a deterioração financeira dos bancos contrapartes destes contratos contaminou também as expectativas dos investidores, que a exemplo dos bancos, reagiram tomados pela aversão ao risco, deslocando seus recursos das instituições menores, tidas como menos seguras, para as instituições de grande porte, sobretudo os bancos de capital público. Este movimento, no momento de elevada incerteza, é conhecido como “fuga para a segurança”, que também dragou os fundos de investimentos que sofreram grandes saídas líquidas de capitais que foram redirecionados para depósitos a prazo das grandes instituições (MESQUITA & TORÓS, 2010).

No gráfico abaixo pode-se verificar que, no período compreendido entre junho de 2008 e fevereiro de 2009, os depósitos a prazo se elevaram em mais de 50% nas instituições de grande porte, enquanto que nas instituições de porte pequeno e micro reduziram-se em quase 30%.

⁴³ Os principais investidores institucionais no sistema financeiro brasileiro são os fundos mútuos de investimentos, as entidades fechadas de previdência e capitalização e as seguradoras.

Figura 5 – Variação do estoque de depósitos a prazo, por porte – Junho/2008 = 100



Fonte: Banco Central do Brasil - Relatório de Estabilidade Financeira

Mesquita e Torós (2010) e Tabak et al. (2012) chamam a atenção para a dependência que as instituições de micro e pequeno porte possuem dos investidores institucionais para a captação de recursos. De tal forma que, em 2007 as instituições de menor porte exibiam um estoque de cerca de R\$ 19 bilhões em depósitos a prazo de investidores institucionais, enquanto que as instituições de grande porte detinham apenas R\$ 3 bilhões. Quando da instalação do clima de insegurança quanto a solvência dessas instituições a situação se inverteu, causando dificuldades de financiamento das posições das instituições menores.

O aumento da volatilidade de preços de ativos no período, principalmente taxa de câmbio e ações, e as consequentes chamadas de margens de garantias para cobrir ajustes nas posições na BMF/BOVESPA, que em média se elevaram em quase R\$ 10 bilhões no mês de dezembro de 2008, também é apontada como um fator que contribuiu para o aumento da demanda por crédito pelas empresas e redução da liquidez (FREITAS, 2009; MESQUITA & TORÓS, 2010; BCB, 2009).

Para evidenciar a situação de empocamento da liquidez ocorrida, Mesquita e Torós (2010, p. 9) analisaram a utilização, pelas instituições financeiras, da liquidez diária disponível para a realização de pagamentos no sistema financeiro. Assim, definiram que a liquidez diária disponível para cada instituição é dada pela “soma do saldo de início de dia das Reservas Bancárias, dos recolhimentos compulsórios em títulos, e em espécie, e da carteira livre de títulos públicos federais”. Após, os autores

dividiram as instituições em três classes de acordo com o nível de utilização da liquidez disponível. Na primeira classe estão as instituições mais líquidas, que utilizam de 0 a 30% de sua liquidez diária disponível; na segunda classe estão as instituições que se encontram em situação intermediária, que utilizam em média de 30 a 70% de sua liquidez; e por fim, na última classe estão as instituições que eventualmente podem enfrentar problemas de liquidez, pois estariam utilizando de 70 a 100% de sua liquidez disponível. Os resultados podem ser visualizados na tabela 7.

Tabela 7 – Utilização da disponibilidade de liquidez no SFN

Classe (%)	8 set 2008 – 12 set 2008		6 out – 10 out 2008		17 nov 2008 – 21 nov 2008	
	Número de conglomerados	Participação nos pagamentos (%)	Número de conglomerados	Participação nos pagamentos (%)	Número de conglomerados	Participação nos pagamentos (%)
0 – 30	83	90,8	29	75,5	88	94,8
30 – 70	20	8,8	35	19,1	15	4,2
70 – 100	3	0,4	41	5,3	3	1

Fonte: MESQUITA & TORÓS (2010, p. 9), dados do Bacen.

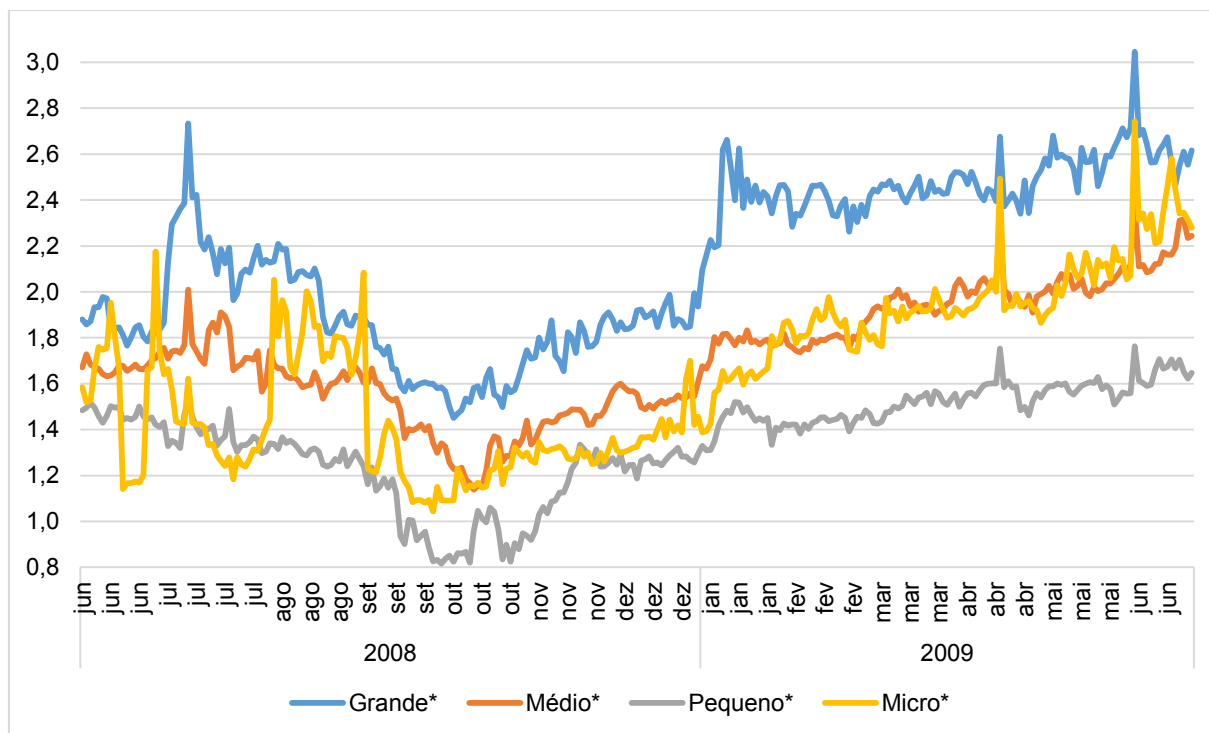
Conforme exposto na tabela acima, os autores demonstraram que o número de conglomerados financeiros com utilização elevada de suas disponibilidades de liquidez saltou de 3 para 41, nas semanas que se seguiram à falência do banco Lehman Brothers. E ainda, é possível verificar que, “(...) o volume de pagamentos afetado foi relativamente modesto, evidenciando o processo de fuga de depósitos de bancos pequenos para instituições de maior porte (...)” (MESQUITA & TORÓS, 2010, p. 10). Entretanto, a despeito da severidade da situação, os dados indicam que já no mês seguinte, em novembro de 2008, a fase mais aguda de constrição de liquidez havia sido superada.

A análise do Índice de Liquidez (IL)⁴⁴ apurado pelo Banco Central mostrou que o sistema financeiro, de maneira agregada, se manteve líquido frente as oscilações que marcaram o período (setembro a dezembro de 2008). No entanto, é

⁴⁴ O Banco Central do Brasil realiza o monitoramento do risco de liquidez do sistema financeiro como parte do processo de supervisão bancária. Esse monitoramento inclui a mensuração de um índice de liquidez (IL) individual para cada instituição e de modo agregado para todo sistema. O IL é obtido por meio da razão entre a Liquidez Total (LT) e a Necessidade Estimada de Liquidez em Situações de Estresse (NEL). A LT é o montante de recursos líquidos que cada instituição financeira dispõe para pagar suas obrigações, que é confrontada com a estimativa de saída de recursos em situações extremas, denominada de NEL. (BCB, 2009; TABAK, et al., 2012)

preciso registrar que todo o sistema, inclusive seus diversos segmentos analisados individualmente, sofreu com a retração de liquidez no período.

Figura 6 – Índice de liquidez total (IL) diária, por porte



Fonte: Banco Central do Brasil (Relatório de Estabilidade Financeira, maio de 2009).

As instituições públicas se mantiveram com IL superior ao sistema agregado e também sobre as instituições de capital privado e estrangeiro, o que evidencia a chamada “fuga para segurança” dos investidores. O IL também corrobora a análise anterior de que os bancos de menor porte foram os mais afetados por problemas de liquidez. Os bancos de porte pequeno chegaram inclusive a exibir índice inferior a um entre setembro e novembro de 2008, denotando que suas disponibilidades eram insuficientes frente as necessidades de recursos do momento. Importante frisar que, apesar das instituições de grande porte terem se mantido mais líquidas que as demais, foram as que apresentaram a maior queda relativa no índice, o que se deveu ao crescimento da Necessidade Estimada de Liquidez (NEL) do período sob análise.

Para ilustrar a dramaticidade da constrição da liquidez do período cabe mencionar alguns casos particulares como os do Banco Itaú e do Unibanco, que haviam realizados operações de derivativos com as empresas e que sofreram elevada pressão de caixa no período. O Unibanco foi impelido a antecipar a divulgação de

seus resultados do terceiro trimestre de 2008 em decorrência da desconfiança generalizada do mercado quanto sua liquidez e solvência frente aos acontecimentos. À época, a fusão desses dois bancos, anunciada em novembro de 2008, surpreendeu o mercado fomentando os rumores de que a fusão havia sido motivada pelas dificuldades de liquidez e solvência das duas instituições (FREITAS, 2009).

4.3 A Atuação do Banco Central do Brasil

Prefacialmente a descrição das medidas do Banco Central no enfrentamento dos desdobramentos da crise financeira internacional, cabe uma pequena menção sobre regime monetário⁴⁵ utilizado no Brasil, pois este condiciona o comportamento da autoridade monetária frente a conjuntura que se apresenta em cada momento.

O Brasil adota, desde julho de 1999, o regime de metas de inflação, no qual o Banco Central determina o nível da taxa básica de juros dos títulos públicos (Selic) com o intento de influenciar o comportamento dos agentes em suas decisões de compra e investimento e buscando ainda influenciar as expectativas dos agentes quanto a taxa de inflação futura. O objetivo da política monetária fica restrito, primordialmente, em manter a inflação o mais próximo da meta definida pelo Conselho Monetário Nacional (CMN). Por conseguinte, “nessa estratégia de condução da política monetária, as decisões relativas à meta da taxa de juros são tomadas com base nos cenários prospectivos de desempenho macroeconômico, delineados nos Relatórios de Inflação, divulgados trimestralmente pela autoridade monetária” (FREITAS, 2009).

Segundo Mesquita e Torós (2010, p. 9-10)⁴⁶, as iniciativas do Banco Central, no período de intensificação da crise financeira internacional, buscaram equacionar os problemas de liquidez, tanto em reais quanto em dólares da economia brasileira, e que seguiram quatro princípios básicos:

⁴⁵ Sobre regimes monetários e o regime de metas de inflação no Brasil, ver por ex.: MODENESI, A. M. *Regimes Monetários: teoria e a experiência do Real*. Barueri: Manole, 2005.

⁴⁶ Mário Magalhães Carvalho Mesquita e Mário Gomes Torós eram, respectivamente, diretor de política econômica e diretor de política monetária do Banco Central do Brasil durante a crise financeira internacional (2008-2009), logo participaram ativamente das decisões implementadas pelo Banco Central naquele período. De tal forma que o artigo que escreveram sobre a atuação do BCB na crise pode representar a visão do *staff* do banco naquele momento, apesar do *disclaimer* padrão dizer que a opinião dos autores não reflete, necessariamente, a visão do banco.

O primeiro foi evitar que a gestão da crise comprometesse o regime de política vigente nos últimos dez anos, e que tem se mostrado muito bem-sucedido, qual seja manter a política monetária voltada para promover a convergência da inflação à trajetória de metas, e a flutuação cambial. O segundo foi minimizar a exposição do BC, e, por conseguinte, do setor público, a repercussões financeiras de eventuais decisões equivocadas adotadas pelo setor privado. O terceiro foi evitar recompensar a assunção exagerada de riscos pelo setor privado, o que elevaria o risco moral no sistema. A atuação do BC reconheceu também, que havia muita incerteza quanto à intensidade e duração da crise – isto significava admitir que a crise poderia ser transitória, mas se preparar para cenário em que esta se mostrasse prolongada.

Os autores revelaram ainda que o Banco Central não tinha a pretensão de reverter totalmente a desvalorização da taxa de câmbio, pois não estava disposto a permitir uma rápida erosão das reservas, como em crises anteriores. Ademais, também não almejava inibir o livre ajustamento da taxa de câmbio à mudança de fundamentos econômicos, ainda que essa estratégia pudesse implicar em algum *overshooting* cambial no curto prazo.

Não obstante aos seus objetivos e princípios, o provimento de liquidez em dólares pelo Banco Central iniciou-se de forma célere, em 19 de setembro de 2008, ou seja, apenas quatro dias após a falência do Banco Lehman Brothers. Para tentar conter a volatilidade excessiva da moeda americana, o Banco Central interviu no mercado de câmbio pronto vendendo US\$ 14,5 bilhões no total, até fevereiro de 2009, o que correspondeu a sete por cento das reservas cambiais. E, as vendas de dólares com compromisso de recompra atingiram o total de US\$ 11,8 bilhões no mesmo período. (MESQUITA & TORÓS, 2010).

Em razão da escassez de crédito para financiamento do comércio exterior brasileiro, o Banco Central utilizou-se de um mecanismo até então inédito. Esse mecanismo consistia no empréstimo de reservas ofertado por meio de leilões abertos a todas as instituições autorizadas a operar no mercado de câmbio, e não apenas aos *dealers*. Nessas operações, o Banco Central desembolsou o total de US\$ 12,6 bilhões, com o primeiro leilão ocorrendo em 20 de outubro. O objetivo destes empréstimos era promover a sustentação mínima de crédito às exportações, de modo que daquele total, cerca de US\$ 9 bilhões foram direcionados para o mercado de adiantamento de contratos de câmbio (ACC). (MESQUITA & TORÓS, 2010).

No mercado de derivativos, especificamente no mercado de *swaps cambiais*, o Banco Central havia constituído uma posição comprada em moeda

estrangeira de cerca de US\$ 23,4 bilhões, até junho de 2008. Esse volume se acumulou em virtude da administração do câmbio (“flutuação suja”) no período anterior à crise, quando a moeda doméstica ainda exibiu movimento de valorização⁴⁷. Nessa situação, o Banco Central aproveitou para reverter a posição anterior possibilitando ainda auferir ganhos de capital representado pela diferença entre os preços de venda e de compra da moeda estrangeira. E, dada a completa incerteza quanto ao montante da exposição aos derivativos cambiais do setor não financeiro, o Banco Central anunciou, em 23 de outubro, um programa de venda de *swaps cambiais* tradicionais de até US\$ 50 bilhões. No entanto, em razão do êxito das outras medidas e da progressiva normalização dos mercados, o montante efetivamente colocado ficou em cerca de US\$ 12 bilhões. (MESQUITA & TORÓS, 2010).

Uma outra iniciativa inédita foi o acordo, em 29 de outubro de 2008, entre o Banco Central do Brasil e o *Federal Reserve* dos EUA, no qual previa a utilização de *swap* de moedas que poderia atingir o montante de US\$ 30 bilhões. O acordo, que também foi celebrado com outros bancos centrais, serviria essencialmente como mecanismo de sinalização aos agentes e como forma de reestabelecer a tranquilidade dos mercados. Pretendia ainda reafirmar aos mercados a importância do sistema financeiro brasileiro dentro do cenário mundial, bem como a qualidade da política econômica, em contexto de crescente diferenciação entre as diversas economias emergentes. (MESQUITA & TORÓS, 2010).

Segundo Mesquita & Toros (op. cit), no tocante a provisão de liquidez em moeda nacional, o Banco Central reconheceu que estava diante de uma situação de concentração de liquidez e não de escassez geral de liquidez, como uma fuga sistêmica dos depósitos. No entanto, os autores ressaltam que as medidas tomadas para tentar reverter a concentração de liquidez guardaram estrita observância ao objetivo macroeconômico de promover a convergência da inflação para a trajetória de metas. Nesta estratégia, esses autores alegam que foi seguido o princípio de segmentação de funções⁴⁸ contida no arcabouço de atuação dos bancos centrais, na qual separa-se a política monetária da gestão de liquidez.

⁴⁷ As compras de dólar norte-americano no Mercado *spot* pelo Banco Central somaram US\$ 78,6 bilhões em 2007 e US\$ 18,7 bilhões de janeiro a setembro de 2008. (BCB, 2008).

⁴⁸ Silva & Cunha (2012) discordam de Mesquita & Tóros, argumentam que a separação entre política monetária e a gestão de liquidez seria impossível, pois o a manutenção da taxa de juros exige medidas de gestão liquidez pelo Banco Central, sendo, portanto, indissociáveis.

As medidas do Banco Central visando equacionar os problemas de liquidez focaram inicialmente o sistema agregado. Entretanto, com o tempo, conforme o empocamento de liquidez ganhava contornos mais nítidos, as medidas adquiriram caráter mais focado em desobstruir a liquidez das instituições de menor porte. De modo geral, as iniciativas para promoção da liquidez contemplaram essencialmente três áreas: recolhimento compulsório, redesconto e as operações como Fundo Garantidor de Crédito (FGC) (MESQUITA & TORÓS, 2010).

Dentre as três áreas, os depósitos compulsórios foi o instrumento mais utilizado pelo Bacen na tentativa de restabelecer a normalidade nas condições de liquidez do mercado de crédito. As diversas alterações envolveram a redução de alíquotas, elevações das deduções das exigibilidades, mudanças nas remunerações e abatimentos nos recolhimentos decorrentes da aquisição de ativos de instituições de pequeno porte. Segundo o próprio Banco Central, essas medidas proporcionaram a liberação efetiva de R\$ 99,8 bilhões ao mercado no período de 24 de setembro a 19 janeiro de 2009.

Mesquita & Torós (2010), simulando as regras de compulsórios que vigoraram antes da crise, estimaram que os depósitos compulsórios apontariam para um montante de R\$ 295 bilhões em agosto de 2009, e que, no entanto, em decorrências das modificações implementadas pelo Bacen, os recolhimentos efetivos atingiram a marca de R\$ 179 bilhões, o que representou uma liberação efetiva da ordem de 116 bilhões, ou 4% do PIB a preços de 2009.

No entanto, como ficou patente posteriormente, a liberação pura e simples de recursos no sistema não seria suficiente para promover a desconcentração da liquidez nas grandes instituições. Assim, com a intenção de direcionar a liquidez para as instituições menores, o Bacen passou a criar incentivos para que as instituições financeiras de grande porte adquirissem ativos das instituições de pequeno e médio porte. Inicialmente, o Bacen autorizou o desconto de 40% das exigibilidades do recolhimento de compulsório sobre depósitos a prazo em contrapartida da compra de carteiras de crédito de instituições com patrimônio de referência de no máximo de R\$ 2,5 bilhões, circular 3.407 de 02 de outubro de 2008.

Novos abatimentos foram autorizados no recolhimento de depósito compulsório sobre depósitos de longo prazo. Em 08 de outubro, a autorização de abatimento foi elevada de R\$ 300 milhões para R\$ 700 milhões. E, apenas cinco dias depois, em 13 de outubro, o Bacen elevou novamente a abatimento no recolhimento,

agora para R\$ 2 bilhões. Também, foram reduzidas as alíquotas de recolhimento de compulsório adicional sobre depósitos à vista e a prazo de 8% para 5%.

A entrada em vigor dessas medidas praticamente liberou as instituições de médio e pequeno porte da exigibilidade dessas modalidades de depósitos compulsórios, o que certamente significou algum alívio para essas instituições, mas que, contudo, não encaminhou uma solução definitiva à crise de liquidez.

O direcionamento da liquidez pretendido pelo Bacen por meio de estímulos aos grandes bancos para adquirirem as carteiras dos bancos menores parecia não estar sendo suficiente. Até meados de outubro, apenas R\$ 1,5 bilhões de um potencial de R\$ 30 bilhões haviam sido negociados. Tal fato sugeria que a aversão ao risco e a preferência das grandes instituições eram superiores a rentabilidade que poderia ser obtida com a compra dos ativos. (FREITAS, 2009).

Desse modo, em 13 de outubro, o Bacen decidiu ampliar os estímulos por meio da circular 3.411, elevando para 70% o percentual de desconto nas exigibilidades de compulsório das instituições que adquirissem ativos das instituições menores; elevou também o patrimônio de referência da instituição vendedora dos ativos, de R\$ 2,5 bilhões para R\$ 7 bilhões; ampliou as operações ativas que poderiam ser negociadas, incluindo além da carteira de crédito, operações de arrendamento mercantil, títulos de dívidas privadas e cotas de fundos de direitos creditórios.

No entanto, passados mais quinze dias, dado o reduzido volume de negócios, parecia que os estímulos concedidos continuavam insuficientes para alterar o comportamento excessivamente conservador das grandes instituições, de modo que a liquidez ainda estava concentrada. Assim, o Bacen decidiu forçar os grandes bancos a adquirir ativos financeiros dos médios e pequenos. Em 30 de outubro, a circular 3.417 determinou que 70% dos recolhimentos relativos as exigibilidades adicionais sobre os depósitos a prazo fossem efetivadas em espécie, sem remuneração. A intenção era ampliar o custo de oportunidade das reservas mantidas sob a forma de depósitos compulsórios:

Essa nova forma de recolhimento, que entrou em vigor no dia 15 de novembro, impôs uma punição aos bancos que não utilizassem seus recursos de compulsório para adquirir ativos financeiros dos bancos menores, pois com recolhimento do compulsório em espécie aumentou o custo de oportunidade de deixar os recursos ociosos. (FREITAS, 2009, p. 139).

A despeito da eficácia da medida em desmpeçar a liquidez, o efeito principal foi que os bancos passaram a direcionar esses recursos para o mercado interbancário. De modo que a taxa de juros do interbancário (CDI) reduziu-se distanciando-se da taxa de juros de títulos públicos (Selic), em razão da elevada liquidez do interbancário. Outro efeito colateral da medida foi que os bancos passaram a vender os títulos públicos, aumentando o custo de rolagem da dívida pública. Diante dessas distorções o Bacen se viu obrigado a alterar novamente as regras dos depósitos compulsórios, aceitando títulos públicos para o cumprimento das exigibilidades adicionais. Contudo essa nova alteração não objetivou liberar liquidez, mas sim recompor a demanda por títulos federais – resolução 3.419 de 14 de novembro de 2008. (FREITAS, 2009; FUCS & WU, 2008; GLEIZER, 2008).

O Banco Central também efetuou alterações na regulamentação das operações de redesconto, visando ampliar o acesso à liquidez por parte do sistema bancário. A resolução 3.622, de 9 de outubro de 2008, estabeleceu critérios e condições especiais de avaliação e de aceitação de ativos, pelo Banco Central, em operações de redesconto. As operações deveriam ter prazo máximo de 359 dias e podiam ser realizadas sob a forma de venda de ativos com compromissos de recompra pelas instituições financeiras. (MESQUITA & TORÓS, 2010; BCB, 2008).

As diferentes medidas do Banco Central visando a regularização da liquidez no sistema financeiro resultaram apenas em efeitos paliativos no decorrer da intensificação do processo de aversão ao risco e preferência pela liquidez dos agentes e bancos. A solução definitiva viria apenas em março de 2009 quando da instituição do Depósito a Prazo com Garantia Especial do FGC (DPGE). Tais depósitos deveriam ter prazo mínimo de seis e máximo de sessenta meses, limitado a R\$ 20 milhões por depositante em cada instituição e requeria contrapartida de contribuição especial dos emissores para o FGC. A garantia dos depósitos pelo FGC foi capaz de reestabelecer a confiança dos investidores institucionais que então redirecionaram suas aplicações para os bancos menores que remuneravam melhor esses recursos. No período de março a maio de 2009, os depósitos a prazo em bancos pequenos cresceram 24%. (FREITAS, 2009; MESQUITA & TORÓS, 2010).

A relativa demora para que o Banco Central implementasse alguma medida que pudesse significar mais segurança aos aplicadores, como foi o DPGE, é explicada por Mesquita & Torós (2010, p. 15) como prudente em momentos de crise para não estigmatizar as instituições envolvidas:

O timing da criação do DPGE foi importante, pois como ilustra a experiência de diversos países durante a crise, o oferecimento de garantias de depósitos pode ser contraproducente se anunciado em momentos de estresse intenso (isto é, há o risco de se estigmatizar toda uma classe de instituições, com efeitos deletérios sobre a concentração da liquidez).

Ao contrário do que inicialmente se supôs, a solução da crise de empoçamento da liquidez não foi suficiente para que as instituições privadas retomassem o processo de concessão de crédito. A contração do crédito pelas instituições privadas iria persistir até o fim de 2009, pois a aversão ao risco e a preferência pela liquidez dessas instituições ainda dominavam suas ações.

4.3.1 Críticas à atuação do Banco Central

As políticas econômicas, especialmente a monetária, adotadas na gestão dos efeitos crise financeira internacional sobre a economia brasileira, no período de setembro de 2008 ao fim de 2009, suscitaram controversos debates. De um lado, os que defendem que as iniciativas foram corretas, tanto em sua intensidade como também quanto ao *timing*. Apoiam seus argumentos no relativo sucesso da empreitada em razão da rapidez com que a economia brasileira se recuperou em comparação com outros países. De outro lado, os críticos argumentam que as medidas poderiam ter sido mais intensas e que ainda podiam ter sido realizadas com maior antecedência. O debate centrou-se no fato de o Banco Central ter mantido inalterada a taxa de juros (Selic) durante o período mais crítico da crise e ter iniciado a redução apenas a partir de janeiro de 2009, adotando ainda uma estratégia gradualista.

Em 2008 o Banco Central iniciou, no mês de abril, uma fase de aumentos da taxa de juros que seria interrompida em outubro, com a manutenção da taxa até janeiro de 2009. Em 2008, foram quatro reuniões do Copom (Comitê de Política Monetária) em que a taxa Selic foi elevada, saltando de 11,25% a.a. para 13,75% a partir de setembro. Posteriormente, aconteceram mais três reuniões em que a taxa foi mantida em 13,75% a.a. até terminar o ano.

Os três primeiros aumentos que ocorreram de abril até julho de 2008, e que elevou a Selic para 13% a.a., não suscitaram críticas na literatura econômica, uma vez que os indicadores do momento condiziam com as decisões de desinflacionar a

economia. Até o primeiro semestre de 2008, a atividade econômica estava crescendo em ritmo acelerado, acima de 6% anualizados; o IPCA (Índice de Preços ao Consumidor Amplo), acumulado em 12 meses, estava acima de 6%, portanto, acima da meta de 4,5% e com tendência ascendente; as expectativas quanto ao IPCA de 12 meses também estavam acima da meta, 5,6% em junho de 2008, e apresentando tendência de alta.

No entanto, a reunião de 10 de setembro de 2009, que elevou a Selic de 13% a.a. para 13,75% a.a., portanto, as vésperas da intensificação da crise marcada com a falência do banco Lehman Brothers, recebeu duras críticas da literatura. Isso porque, apesar da crise financeira internacional não estar “oficialmente instalada” no Brasil, as turbulências nos mercados financeiros internacionais já se faziam sentir, e também já estava em curso, desde agosto de 2008, o movimento de intensa deflação nos preços internacionais das *commodities* agrícolas e do petróleo (FREITAS, 2009).

A ata da reunião de setembro de 2008 do Copom, expõe nitidamente que a justificativa oficial para o aumento dos juros em setembro foi o diagnóstico de que havia um “descompasso persistente entre o ritmo da expansão da demanda e o da oferta agregada”, o que representava risco relevante para o panorama inflacionário prospectivo. Entretanto, a ata também assinala a importante contribuição dos investimentos para ampliação da capacidade produtiva; considerou também as evidências consistentes sobre o declínio dos preços das *commodities* e seu efeito benigno para a inflação doméstica, bem como, os sinais da acentuada deterioração da atividade nas economias centrais e seus impactos contracionistas com reflexos positivos sobre a dinâmica dos preços (BCB, 2008).

Da análise da ata, pode-se afirmar que as autoridades monetárias do Brasil tinham inúmeros indicadores da deterioração das economias avançadas, e que inclusive algumas dessas informações poderiam ser suficientes para balizar, se não uma queda, ao menos uma decisão neutra sobre a taxa de juros naquele momento. Todavia, o que restou evidente é que o Banco Central ponderou em demasia a percepção de que havia algum desequilíbrio persistente entre o ritmo de expansão da demanda e da oferta agregada. Novais (2009 p. 162) corrobora esse entendimento:

A perspectiva concreta de ocorrer um processo mundial de deflação nos preços das *commodities* no bojo da crise global — e, portanto, de menores pressões sobre a inflação doméstica — não foi suficiente para sensibilizar a opinião dos gestores da política econômica no sentido de o Copom flexibilizar a política monetária.

A proposição da existência de descompasso entre demanda e oferta agregada é rechaçada por Freitas (2009, p. 135), que inclusive coloca dúvidas sobre a eficácia do instrumental utilizado pelo Bacen na formulação dessa avaliação:

Até setembro de 2008, quando sofreu o revés do contágio da crise internacional, a economia brasileira vinha registrando crescimento expressivo da formação bruta de capital fixo e da produção industrial. Notava-se a liderança da expansão da produção de bens de capitais e de bens duráveis, que cresciam a taxas de dois dígitos, dada a evolução do consumo das famílias, que estimulava as decisões de investimento produtivo. Se a capacidade de produção da economia, necessária à acomodação do crescimento da demanda, estava em ampliação, qual razão para a persistência do diagnóstico de que havia um descompasso entre a demanda doméstica e a oferta? Uma explicação possível reside no instrumental utilizado pela autoridade monetária para avaliar a necessidade de ajuste da meta de juros, tendo como referência o conceito de PIB potencial, cuja fixação é absolutamente arbitrária.

O fato da elevação dos juros no Brasil ocorrer em meio ao início das turbulências da crise financeira internacional, levou os autores (Freitas e Novais), a questionarem se as autoridades monetárias não estariam convencidas da “tese do deslocamento” das economias emergentes, cuja crença decorria da “execução exemplar das lições de casa” do mercado:

As autoridades econômicas no Brasil fizeram uma leitura benevolente da gravidade da situação econômica mundial. Partindo da hipótese de que a economia brasileira estava relativamente “blindada”, a política monetária foi mantida preventivamente apertada até dezembro de 2008. Essa estratégia de política econômica baseava-se na visão de que algumas características especiais evitariam o contágio mais grave da crise. Ponderava-se que a economia brasileira resistiria devido: (i) ao elevado patamar de reservas internacionais; (ii) à situação fiscal controlada vis-à-vis às crises anteriores; (iii) à obtenção do grau de investimento de duas agências internacionais de risco (no final de abril e em maio de 2008); e (iv) ao padrão de crescimento econômico centrado no mercado doméstico, menos dependente do comércio exterior. (NOVAIS, 2009, p.160)

Nesse sentido chama a atenção a leitura do parágrafo 11, da ata de setembro do Copom, que trata especificamente do cenário externo. Referida passagem leva a conclusão de que se as autoridades não estavam convencidas da “tese do descolamento”, ao menos acreditavam em uma certa “blindagem externa” da economia brasileira:

As perspectivas para a política monetária nas economias emergentes tornaram-se ainda mais complexas nas últimas semanas, quando diversas

moedas, não somente de países exportadores de commodities, sofreram expressiva depreciação frente ao dólar americano, em meio a elevação dos indicadores de volatilidade e de aversão ao risco nos mercados financeiros internacionais. Não obstante, as políticas voltadas para reduzir a vulnerabilidade externa da economia têm se mostrado bem-sucedidas, contribuindo para mitigar, mas não eliminar, os efeitos das dificuldades que caracterizam o cenário externo sobre a atividade econômica no Brasil, cujo dinamismo vem sendo sustentado essencialmente pela demanda doméstica. (COPOM, 2008a).

A despeito de algum eventual equívoco na avaliação do cenário externo, o fato é que o Copom teria ainda mais duas reuniões para redimir-se. A primeira em 28 e 29 de outubro e a última reunião do ano ocorreria nos dias 09 e 10 de dezembro de 2008. No entanto, nessas oportunidades o Copom decidiu manter a Selic inalterada em 13,75% a.a. Outrossim, diferentemente da reunião anterior, nessas duas reuniões o caos já estaria estabelecido sobre a economia brasileira e as autoridades já possuíam pleno conhecimento dos problemas que a perturbavam.

A manutenção da taxa de juros num patamar elevado, enquanto que diversos países, centrais e periféricos, promoviam expressivas reduções de suas taxas de juros básicas é atribuída ao receio do Copom de que a desvalorização cambial pudesse contaminar os preços domésticos (efeito *pass-through* da taxa de câmbio), principalmente porque manteve o diagnóstico anterior de descompasso entre oferta e demanda agregada. Ademais, o IPCA mostrava alguma resiliência a partir de agosto, com leve sinal de ascensão, quando em setembro chegou a 6,25% (acumulado de 12 meses) aproximando-se, portanto, do limite superior da meta de inflação que estava fixado em 6,5% para aquele ano. Por fim, a análise das expectativas da inflação para os próximos doze meses, colhidas pelo relatório Focus do Banco Central, também mostrava sinais de ascensão, pois havia saltado de 5,01% no início de outubro para 5,3% ao final do mês. (FREITAS, 2009; NOVAIS, 2009; SILVA & CUNHA, 2012)

Não obstante, os indicadores sobrepesados pelo Copom na reunião do final de outubro, a crise de liquidez do sistema financeiro já havia se manifestado intensamente, e conforme exposto anteriormente, o Banco Central havia lançado mão de diversas medidas na tentativa de desobstruir a liquidez na perspectiva de que isso pudesse reativar os canais de crédito da economia naquele momento. Neste contexto, as críticas a essa decisão do Copom recaem sobre a aparente contradição entre as medidas implementadas visando a expansão da liquidez e a restrição monetária imposta pela manutenção em níveis elevados da taxa de juros:

Na situação de elevada aversão ao risco e de empoçamento da liquidez nas instituições de maior porte, a manutenção da taxa de juros básica em patamar elevado piorou ainda mais as condições de crédito, tanto para empresas como para bancos de médio e pequeno portes, acelerando o caminho da economia brasileira para a recessão. (FREITAS, 2009, p. 136)

A ineficácia das medidas implementadas pelo Bacen na tentativa de desobstruir a liquidez, explicitadas pelas inúmeras alterações após o lançamento, também é creditada a essa incompatibilidade de objetivos pretendida pelo Banco Central. Especificamente, nas iniciativas que pretendiam induzir os bancos de grande porte a adquirirem os ativos dos bancos menores, por meio da elevação do custo de oportunidade em manter reservas, encontrou na Selic sua maior resistência, pois “no contexto de aversão ao risco, os bancos preferiam manter os recursos no compulsório com rendimento próximo da Selic, mantida em 13,75% pelo BCB em outubro, a comprar carteiras de bancos menores, com retorno anualizado em torno de 21% (150% do CDI) (FREITAS, 2009, p. 137).

Igualmente, as iniciativas de redução de alíquotas do compulsório que seriam capazes de injetar no sistema quase R\$ 100 bilhões de reais, volume mais que suficiente para normalizar os fluxos de pagamentos, a despeito de seus efeitos paliativos para as instituições menores, também encontraram na Selic seu principal obstáculo:

A estratégia de redução das alíquotas dos recolhimentos compulsórios adotada pelo BCB se revelou inócua, pois, dada a preferência pela liquidez dos bancos e a possibilidade de aplicação, líquida, rentável e de baixíssimo risco, em títulos públicos, os bancos privados simplesmente não ampliaram o crédito. (FREITAS, 2009, p. 139)

A respeito dessa incompatibilidade de objetivos, Oreiro & Araújo (2009) argumentam que o Banco Central pretendeu o que chamaram de uma “tríade impossível”, pois significava compatibilizar três objetivos simultaneamente: 1) estabilizar a taxa de câmbio com a venda de dólares no mercado à vista de câmbio; 2) aumentar a liquidez e restaurar as reservas do sistema bancário por meio da liberação de recursos compulsórios; 3) evitar que houvesse repasse da desvalorização cambial para os preços, com a manutenção da taxa Selic em um patamar restritivo. Os autores explicam que quando o Bacen realizou vendas de reservas cambiais no mercado de câmbio, concomitantemente, ocorria a destruição

de liquidez, que poderia vir a ser esterilizada, por meio de operações de mercado aberto, mas que isto implicaria em expansão da base monetária com a consequente redução da taxa de juros. A liberação de compulsórios, por outro lado, não surtiu o efeito desejado na desobstrução de liquidez em razão da manutenção da taxa de juros, que obrigava o Bacen a contrabalançar o aumento da base monetária por meio da venda de títulos públicos.

Esse último ponto também é compartilhado por Freitas (2009, p.136-137), que atribuiu o excesso de conservadorismo do Banco Central à adesão irrestrita ao regime monetário de metas de inflação:

(...) no Brasil, a adesão irrestrita ao regime monetário de metas de inflação exigia da autoridade monetária a realização de operações compromissadas de títulos da dívida pública com o sistema bancário para evitar que a Selic efetiva caísse abaixo da meta de 13,75% ao ano. Assim, ao mesmo tempo que reduzia as exigências de compulsório sobre os depósitos bancários para resolução do problema de liquidez e de dificuldade de refinanciamento dos bancos menores, o BCB procurava evitar a expansão do volume de moeda em circulação na economia.

Se na reunião de outubro o Copom possuía um bom conjunto de informações que poderia ser utilizado para reduzir a taxa de juros, em dezembro essas informações tornaram-se explícitas. A inflação medida pelo Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), deslocou-se de 0,45% em outubro para 0,36% em novembro, alcançando 5,61% nos primeiros onze meses de 2008 e que no acumulado de doze meses reduziu-se de 6,41% em outubro para 6,39% em novembro. As expectativas para a inflação acumulada para os próximos doze meses seguia em tendência estável próximo de 5,4% a.a. Os autores Silva & Cunha (2012) e Oreiro & Araújo (2009) vão além e afirmam que em dezembro, o Copom tinha posse de informações a respeito da queda da produção industrial e da atividade geral e que o temor do repasse do câmbio para os preços já não parecia mais relevante neste cenário de retração.

A análise da ata da reunião do Copom de dezembro de 2008, corrobora a afirmação dos autores, pois não deixa dúvidas quanto a ciência das autoridades quanto retração da atividade econômica em curso no Brasil, conforme depreende-se de trechos selecionados:

Informações disponíveis referentes aos últimos meses apontam, em suma, para interrupção do ciclo de expansão da produção industrial em função, em especial, da deterioração das perspectivas para a economia mundial e de seus efeitos sobre a economia brasileira (§ 5º).

A perda recente de dinamismo da produção de bens de capital vem refletindo a intensificação da turbulência financeira internacional e suas consequências sobre a confiança empresarial. Por sua vez, o arrefecimento no ritmo de expansão da produção de bens duráveis tem refletido, em grande parte, o aperto nas condições de crédito e a deterioração das expectativas dos consumidores (§ 6º).

(...) sobre emprego, dados divulgados pelo Ministério do Trabalho e Emprego (MTE) indicam perda de dinamismo da geração de vagas no setor formal na margem, com a criação de 61,4 mil postos de trabalho (ante 282,8 mil em setembro deste ano e 205,3 mil em outubro de 2007), provável resultado de reavaliação do empresariado sobre os efeitos do agravamento das dificuldades na economia mundial (§ 7º).

Em outubro e novembro, os dados do comércio ampliado devem evidenciar os efeitos das restrições à oferta de crédito e a deterioração da confiança dos consumidores sobre as vendas de veículos, já capturados pelas estatísticas da Federação Nacional da Distribuição de Veículos Automotores (Fenabreve) para esses meses (§ 8º) (COPOM, 2008c).

A leitura dos trechos acima da ata do Copom evidencia também que as autoridades monetárias tinham plena convicção de que a retração, pela qual a economia brasileira passava, decorria do agravamento das dificuldades da economia mundial e principalmente da restrição à oferta de crédito no mercado doméstico.

No regime de metas de inflação, as decisões sobre a taxa de juros procuram sinalizar ao mercado que o Copom irá perseguir “a qualquer custo” a meta de inflação estabelecida. Este comportamento tem por finalidade revestir a autoridade monetária de uma reputação coerente com seu mandato de estabilidade de preços. Essa reputação objetiva influenciar mais facilmente as expectativas dos agentes de modo a tornar a política monetária mais eficaz. Essa é a razão do Copom adotar uma postura excessivamente conservadora em suas reuniões. No entanto, ao que transparece da reunião de dezembro, o Copom extrapolou os limites conservadorismo exigido pelo regime de metas de inflação, pois a redução da taxa de juros já estaria precificada pelos agentes naquele momento, conforme observado por Freitas (2009, p. 136):

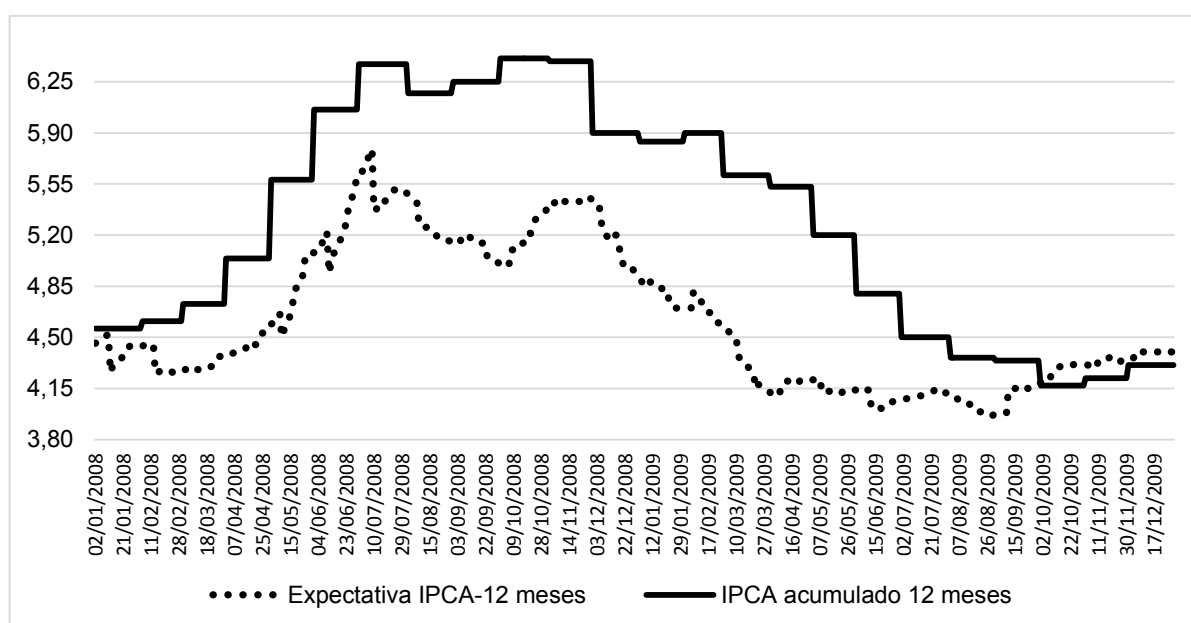
A ata divulgada no dia 18 de dezembro sugeria o corte dos juros como o próximo movimento do Copom. A redução na meta da Selic já estava, contudo, “precificada” pelos agentes. Desde o mês de novembro, a taxa Swap DI de 360 dias indicava a mudança das expectativas dos agentes, que passaram a projetar uma queda dos juros.

Ademais, conforme salientado por Freitas (2009, p. 136), a inflação não teria outro rumo senão arrefecer em razão da conjuntura extremamente desfavorável

que se afigurava naquele momento, sendo desnecessária, portanto, qualquer política monetária neste intento:

A profunda retração da oferta de crédito bancário doméstico e a interrupção de linhas comerciais externas foram mais do que suficientes para reduzir a demanda interna e “ancorar as expectativas de inflação”, pois provocaram uma parada brusca da atividade econômica no último trimestre do ano. A desaceleração da atividade foi tão rápida e tão intensa que as pressões inflacionárias da forte apreciação do dólar não se confirmaram e o IPCA se desacelerou, fechando o ano em 5,9% (0,6 ponto porcentual abaixo do teto da meta).

Figura 7 – Expectativas de inflação e Inflação efetiva (IPCA – 12 meses)



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do Banco Central e IBGE.

Em resumo, é possível afirmar, com base na literatura analisada e nos dados apresentados, que a atuação do Banco Central do Brasil no período de recrudescimento da crise financeira internacional, principalmente no tocante ao empoçamento de liquidez e na contração do crédito, foi excessivamente conservadora e contraditória, comportamento que prejudicou, inclusive, suas próprias medidas intentadas para o restabelecimento da normalidade nos mercados. Além disso, como pontuado por Silva & Cunha (2012), a criticidade da situação daquele momento exigia algum grau de ousadia da autoridade monetária com a flexibilização do regime de metas de inflação em contraponto a sua adesão estritamente rígida. A atuação hesitante do BCB abriu espaço para a significativa atuação do Ministério da Fazenda na figura dos bancos públicos federais, tema este que será abordado na próxima seção.

4.4 A atuação contra cíclica dos Bancos Públicos

Conforme discutido nas seções precedentes, a crise financeira internacional atingiu a economia brasileira, de modo mais intenso, a partir de meados de setembro de 2008, manifestando-se por vários canais. A deterioração das transações correntes e da conta de capital refletiu-se inicialmente na desvalorização abrupta da taxa de câmbio. A situação foi agravada pela fragilidade financeira das grandes empresas brasileiras que estavam envolvidas em operações de derivativos cambiais, nas quais assumiram posição altamente vendidas em moeda estrangeira.

As chamadas de capitais para cobrir, e até mesmo liquidar, a posição vendida nos contratos de derivativos, aumentou fortemente a demanda por moeda dessas empresas, que tiveram que realizar saques de investimentos financeiros. Investidores institucionais, receosos quanto a solidez das pequenas instituições financeiras, transferiram suas aplicações para instituições de maior porte e principalmente de capital público. Esses fatores, somados ao contexto de elevada incerteza, causaram uma forte contração de liquidez localizada principalmente nas instituições de pequeno e médio porte.

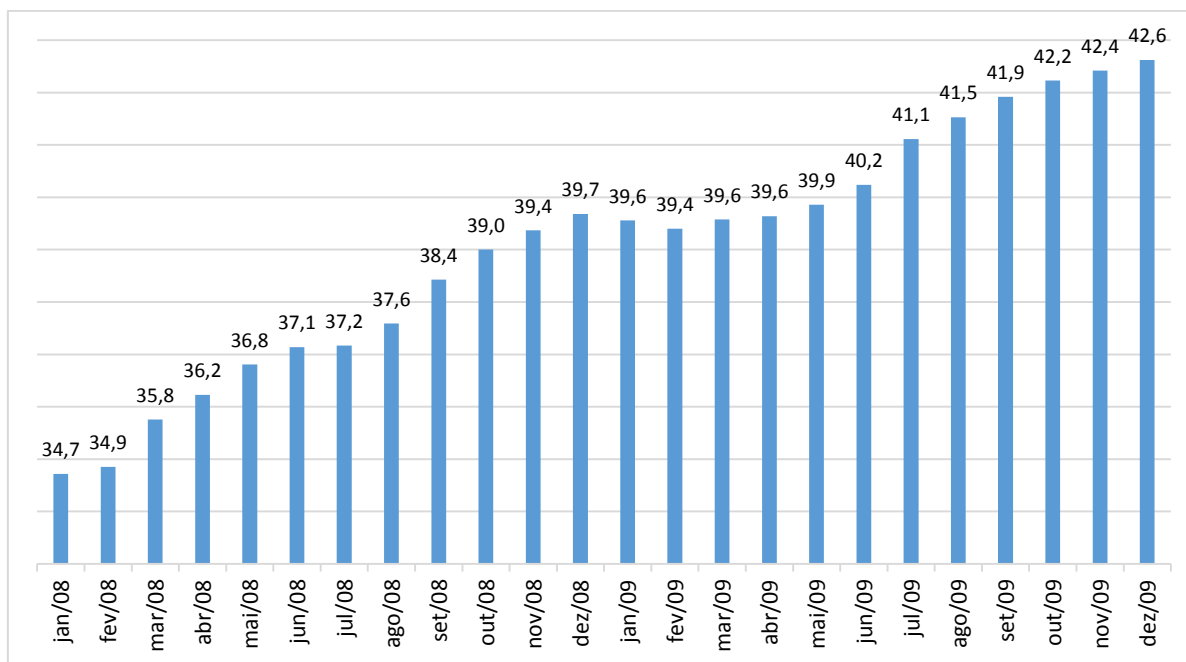
Nesta conjuntura de alta volatilidade de ativos e elevada incerteza, os bancos privados reagiram com excesso de prudência, que é característica inerente às atividades bancárias com fins lucrativos, adotando comportamento conservador paralisando a concessão de crédito:

Em um comportamento pró-cíclico típico, o setor bancário privado reagiu com excesso de prudência à reversão das expectativas associada ao agravamento da crise e suas repercussões na economia. Além de privilegiar os títulos públicos, os bancos privados aumentaram a seletividade na concessão e na renovação de crédito às pessoas físicas e às empresas, contribuindo, assim, para a rápida desaceleração da atividade econômica. O efeito defasado da elevação continuada da meta da taxa Selic, entre abril e setembro de 2008, e das medidas de baixa efetividade na gestão da crise de liquidez tomadas pelo BCB contribuíram para que a postura conservadora dos bancos privados perdurasse ao longo de praticamente todo o ano de 2009. (FREITAS & CAGNIN, 2014, p. 126).

O reposicionamento das operações ativas dos bancos privados para os títulos públicos em detrimento do crédito foi favorecido pelo prazo relativamente curto das operações de crédito no Brasil e pela insistência do Banco Central em manter a taxa de juros básica em níveis elevados, fato este que reduziu o custo de oportunidade da adoção de um comportamento mais cauteloso por parte dos bancos.

Analisando o comportamento do crédito no sistema financeiro, percebe-se que mesmo após a eclosão da crise, em setembro/2008, o saldo das operações de crédito como proporção do PIB continuou sua trajetória de expansão até dezembro de 2008. Porém, durante cinco meses, de janeiro a maio de 2009, o estoque de crédito em relação ao PIB ficou praticamente estagnado.

Figura 8 – Saldo da carteira de crédito total do SFN em relação ao PIB – (%)



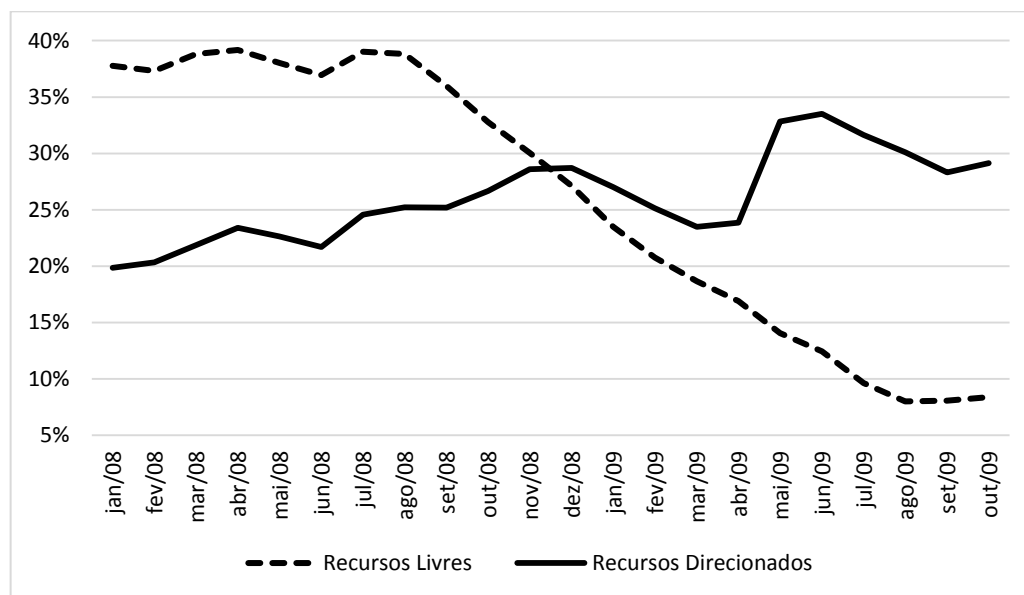
Fonte: Banco Central do Brasil (Elaboração própria).

A contração do crédito não transparece na análise desses dados devido a inércia que caracteriza este tipo de informação e também por três fatores adicionais. Primeiramente, a depreciação da moeda doméstica ampliou o estoque das modalidades de crédito que utilizam *funding* externo. Em segundo lugar, vários bancos concederam novos empréstimos para que seus clientes pudessem liquidar suas posições em derivativos cambiais, transformando os prejuízos dessas empresas em operações de crédito. E, o principal fator a explicar a relativa resistência do saldo das operações de crédito são os empréstimos com recursos direcionados que se mantiveram mesmo em contexto de crise.

De fato, ao separarmos a análise do saldo de operações de crédito em “crédito com recursos livres” e “crédito com recursos direcionados”, percebemos que a taxa de crescimento do crédito com recursos livres revela uma queda abrupta a partir de setembro de 2008 que só foi interrompida em agosto de 2009. De outro lado, o

saldo das operações de crédito com recursos direcionados demonstraram mais estabilidade, apresentando pequena queda, de janeiro de 2009 a março de 2009, voltando a se estabilizar com taxa de crescimento ao redor de 25% a 30% em relação ao mesmo período do ano anterior.

Figura 9 – Variação percentual anual do saldo de operações de crédito no SFN, por origem dos recursos – 2008/2009



Fonte: Banco Central do Brasil (Elaboração própria)

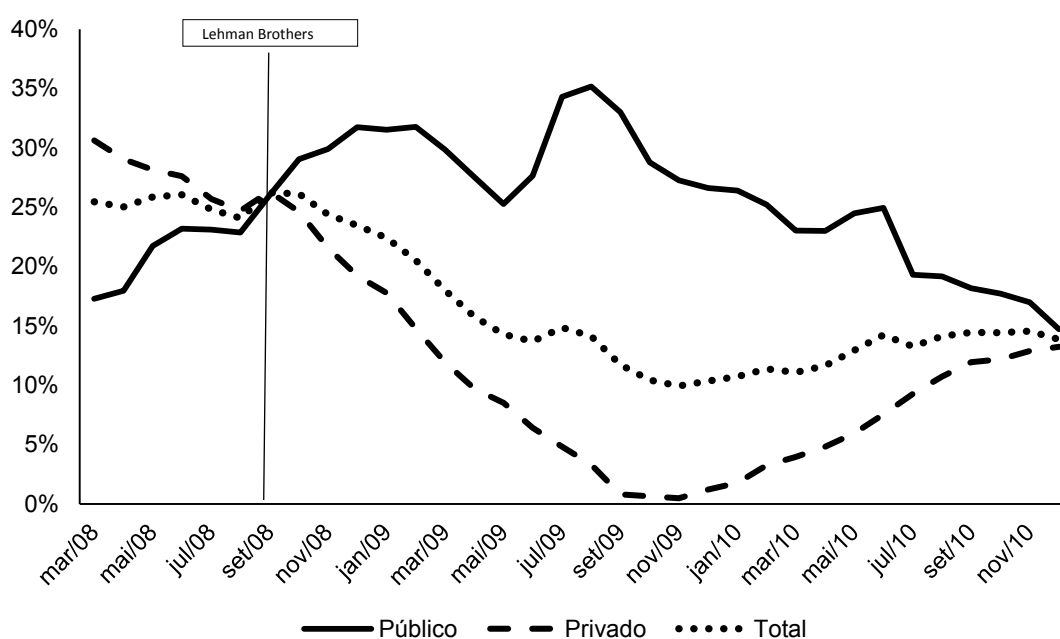
Prates e Biancareli (2009) ressaltam que o crédito direcionado possui um caráter inerente contra cíclico, e que no Brasil contempla os setores de habitação, rural e de financiamento de longo prazo. Assim, a concessão desses créditos não se eleva muito nas etapas de expansão, mas se sustenta nas etapas de contração, como ocorreu na crise de 2008/2009. Os autores destacam ainda, que foram os bancos públicos (BNDES, CEF e BB) os principais fornecedores de crédito direcionado durante a crise. Silva (2015) testou econometricamente o caráter contra cíclico dos créditos direcionados durante a crise financeira no Brasil. A autora obteve evidências de que o direcionamento do crédito foi responsável por assegurar o funcionamento adequado do sistema financeiro em momentos de crise e de contração dos empréstimos como o ocorrido em 2008/2009.

A análise dos créditos com recursos livres não deixa dúvidas sobre a contração de crédito pela qual passou a economia brasileira durante o agravamento da crise financeira internacional. Porém, naqueles dados ainda não é possível realizar

inferências sobre a atuação dos bancos públicos, pois o Banco Central não segmenta o crédito com recursos livres e direcionados por controle de capital. Todavia, a análise das taxas de crescimento anual do saldo total das operações de crédito, separadas por controle de capital (público versus privado), mostra-se suficiente para esta finalidade.

Desta forma, o gráfico abaixo demonstra com nitidez que os bancos públicos atuaram com diferentes propósitos em relação aos privados durante a crise financeira internacional. Enquanto que os bancos privados, estrangeiros e nacionais, contraíram abruptamente a oferta de crédito, os bancos públicos mantiveram elevadas taxas de crescimento de suas carteiras de crédito em relação ao ano anterior.

Figura 10 – Taxa de crescimento anual de crédito, por controle (deflacionado IPCA)



Fonte: Elaboração própria. Dados do Banco Central do Brasil

O gráfico acima demonstra que o crédito público foi responsável por manter o crescimento do crédito do sistema financeiro em níveis mínimos durante o ano de 2009. Em novembro de 2009, a taxa de crescimento do crédito privado em relação ao mesmo mês do ano anterior chegou praticamente a zero por cento enquanto que o público se expandiu em 27%.

Deos & Mendonça (2010b) ressaltam que essa capacidade dos bancos públicos em manter o crédito total em níveis mínimos só foi possível devido ao

tamanho relativo dessas instituições no sistema financeiro, pois acaso tivessem tamanho diminuto seus esforços seriam insuficientes.

Carvalho et al. (2010) enfatizam que a capacidade dos bancos públicos em estabilizar a oferta de crédito deve-se ao caráter de banco comercial dos bancos públicos federais (BB e CEF). Argumentam, que em momentos de crise a busca por segurança por parte dos depositantes tende a aumentar os depósitos nos bancos comerciais públicos, o que se constituiu em *funding* adicional para promoção de liquidez e expansão da oferta de crédito.

No entanto, algumas medidas do governo federal possibilitaram que as instituições públicas federais exercessem uma atuação mais incisiva na manutenção da liquidez e da oferta de crédito. O quadro abaixo resume as principais medidas.

Quadro 2 – Principais medidas do governo federal para favorecer as ações anticíclicas dos bancos públicos

Medida	Data	Instrumento Legal
Alterou os limites de exposição a cliente do BNDES para permitir a ampliação do limite de crédito da Petrobrás.	30/09/2008	Resolução CMN n.º 3.615
Alterou os limites de contingenciamento de crédito para o setor público, permitindo que a Petrobrás possa contrair novos empréstimos no valor total de até R\$ 8 bilhões.	30/10/2008	Resolução CMN n.º 3.628
Autoriza o BB e a CEF a constituírem subsidiárias e a adquirirem participação em instituições financeiras sediadas no Brasil.	21/10/2008	Medida Provisória n.º 443
Repasse de R\$ 10 bilhões ao BNDES.	07/11/2008	Informação disponível não
Repasse de R\$ 11 bilhões ao BNDES, provenientes de um empréstimo da União com o Banco Mundial de US\$ 5 bilhões, e R\$ 6 bilhões de lucros e dividendos que deveriam ser pagos ao Tesouro Nacional.	21/11/2008	Informação disponível não

Fonte: FUNDAP (2009, p. 21) apud LODI (2010, p. 95).⁴⁹

Diante do fechamento das linhas internacionais de crédito, a estatal brasileira de petróleo, a Petrobras, ficou sem alternativa de renovação de suas linhas de financiamento. Assim, as duas primeiras medidas visaram manter a continuidade normal dos negócios de uma das maiores empresas do Brasil por meio do sistema financeiro nacional, especificamente pelo crédito público. Os repasses ao BNDES, por sua vez, objetivaram constituir *funding* adequado para que a instituição pudesse ofertar crédito às empresas.

⁴⁹ FUNDAP. *O mercado de crédito bancário em 2008*. Nota técnica, São Paulo, 2009.

A medida provisória (MP) n.º 443 concedeu o aparato legal necessário para que os bancos comerciais públicos (BB e CEF) pudessem atuar ativamente no suprimento de liquidez adquirindo carteiras e participações em instituições privadas. Dentre as diversas operações de aquisições de carteiras e participações que se seguiram após a edição da MP, talvez a de maior relevância possa ter sido a aquisição pelo Banco do Brasil de 49% do Banco Votorantim, por R\$ 4,2 bilhões. O Banco Votorantim, por meio de sua subsidiária BV Financeira, era a instituição líder no segmento de financiamento de veículos novos e usados no Brasil, mas que, no entanto, passava por dificuldades de liquidez em razão da associação de seu nome ao do seu controlador que havia se envolvido em operações de derivativos de câmbio com enormes prejuízos⁵⁰. Para o Banco do Brasil, a operação representava a oportunidade de expansão de negócios em um segmento em que o banco tinha pouca expressão.

Almeida (2010), destaca que dentre as diversas medidas do governo brasileiro no enfrentamento da crise financeira internacional, o crédito dos bancos públicos foi o mais ativo promotor da defesa da economia contra a crise e responsável pela restauração das condições para a volta ao crescimento:

A medida anticíclica mais destacada do nosso ponto de vista não veio nem da área fiscal, nem da política monetária ou de liquidez, a despeito da inegável relevância de cada uma delas. Veio, sim, da orientação que o governo transmitiu aos seus bancos (Banco do Brasil, Caixa Econômica Federal e BNDES) para que ampliassem seus financiamentos. (ALMEIDA, 2010, p. 59).

O autor explica que a política fiscal no caso brasileiro representou algo próximo de 1% do PIB apenas, e que se constituiu basicamente por renúncia de impostos na compra de bens duráveis, como automóveis e materiais de construção. O autor avalia que a política monetária entrou em cena muito tarde, pois foi apenas em julho que a taxa Selic caiu para 8,75%, e que há um intervalo de tempo para que essa queda possa ter algum efeito na atividade econômica. Assim, o autor conclui que a ampliação do crédito e fornecimento de liquidez, por meio dos bancos públicos, foi

⁵⁰ A associação do nome do Banco Votorantim com o Grupo Votorantim, que amargou prejuízos bilionários com derivativos cambiais, acarretou ao banco uma corrida por saques, que segundo relatos criou dificuldades de liquidez para o banco deixando-o exposto ao descasamento de prazos. O anúncio da associação com o Banco do Brasil trouxe certa tranquilidade aos depositantes, e que após efetivada possibilitou a condução normal de seus negócios. (ROMERO e RIBEIRO, 2009).

o fator mais relevante para a retomada do crescimento da economia brasileira ainda em 2009.

Analisando os balanços dos principais bancos comerciais públicos e privados brasileiros, fica mais uma vez nítida a atuação contra cíclica empreendida pelos bancos públicos e seu importante papel na manutenção da oferta de crédito.

Tabela 8 – Índice de operações de crédito, principais bancos - deflacionado IPCA (3T08 = 100)

Banco / trimestre	3T08	4T08	1T09	2T09	3T09	4T09
Bradesco	100	103	102	99	101	107
Itaú ¹	100	107	106	100	103	106
Santander	100	105	103	100	99	102
HSBC	100	100	95	93	93	94
Banco do Brasil	100	108	116	120	127	133
Caixa Econômica Federal	100	114	126	138	155	171

1/ Inclui Unibanco.

Fonte: Banco Central do Brasil (demonstrações contábeis dos bancos, COSIF) – Elaboração própria.

O saldo das operações de crédito dos dois principais bancos comerciais privados de capital nacional, Bradesco e Itaú, demonstra que em cinco trimestres, do terceiro trimestre de 2008 ao quarto trimestre de 2009, suas carteiras de crédito cresceram apenas 7% e 6% respectivamente. Os bancos privados de capital estrangeiro, Santander e HSBC, contraíram ainda mais sua oferta de crédito, com crescimento de apenas 2% para o primeiro e queda de 6% para o segundo. Em contraposição a esse movimento de contração ou redução das taxas de crescimento do crédito, os bancos públicos, Banco do Brasil e Caixa Econômica Federal, ampliaram seus empréstimos em 33% e 71% em termos reais no mesmo período sob análise.

Ao desagregar as operações de crédito por atividade econômica, separando em crédito público e privado, novamente fica evidente a ação contra cíclica dos bancos públicos. Com este foco, nota-se que todas as atividades econômicas sofreram reduções no saldo de crédito por parte dos bancos privados em algum momento no decorrer do ano de 2009. A única ressalva foi o crédito destinado às pessoas físicas, que apesar de não sofrer redução, teve seu ritmo de expansão atenuado. No entanto, a maior retração observada foi no setor industrial, que registrou queda de 1,04% no agregado daquele ano, conforme explicitado na tabela abaixo.

Tabela 9 – Taxa média mensal de crescimento real do saldo das operações de crédito por atividade econômica segundo o controle do capital – 2007-2010 (% mensal).

Setor Financeiro Privado						
Período	Indústria	Rural	Comércio	Outros Serviços	Imobiliário	Pessoa Física
2007	2,14	1,40	1,40	2,45	2,23	2,95
2008	2,09	0,48	1,47	1,12	1,93	2,59
2009	-1,04	0,14	0,03	0,60	0,03	1,76
2010	0,75	0,84	1,58	1,07	0,64	2,79
Jan - Set/2008	2,12	0,83	1,90	1,43	2,50	2,48
4T.2008	1,98	-0,57	0,20	0,20	0,23	2,91
1T.2009	-0,37	-0,73	-2,68	-0,46	-0,72	1,51
2T.2009	-1,69	-1,97	-0,36	0,98	-0,32	1,99
3T.2009	-1,28	1,61	1,43	0,81	0,53	2,64
4T.2009	-0,80	1,69	1,78	1,09	0,62	0,91
1T.2010	-0,47	0,82	-0,17	0,33	0,17	2,63
2T.2010	0,77	-0,59	2,40	0,86	1,02	2,79
Setor Financeiro Público						
Período	Indústria	Rural	Comércio	Outros Serviços	Imobiliário	Pessoa Física
2007	1,39	0,46	1,72	2,01	-0,02	2,04
2008	2,54	0,81	1,92	2,24	3,15	2,32
2009	1,06	0,52	1,38	2,09	1,73	3,11
2010	1,15	-0,03	1,29	1,23	0,12	3,35
Jan - Set/2008	2,01	0,43	1,62	2,00	2,78	2,04
4T.2008	4,16	1,96	2,82	2,98	4,28	3,18
1T.2009	0,53	0,48	0,74	1,54	1,66	2,46
2T.2009	1,11	0,74	0,73	3,37	0,15	3,14
3T.2009	0,99	0,52	1,88	2,23	1,28	4,18
4T.2009	1,61	0,34	2,18	1,25	3,87	2,69
1T.2010	-0,34	-0,85	-0,13	0,78	-0,95	3,47
2T.2010	2,24	-0,03	3,73	1,90	0,98	3,38

Fonte: Banco Central – Elaboração própria

No crédito ao setor industrial, os bancos privados retraíram seus empréstimos por doze meses consecutivos, do primeiro trimestre de 2009 ao primeiro trimestre de 2010. Em termos absolutos reais, o crédito privado ao setor industrial reduziu-se em mais de R\$ 21,5 bilhões no ano de 2009, o que representou 11,8% do total do crédito privado ao setor. A ação dos bancos públicos foi fundamental para sustentar o volume de crédito ao setor industrial. Note-se que no período mais agudo de crise de liquidez, de outubro a dezembro de 2008, o saldo do crédito concedido pelos bancos públicos ao setor industrial cresceu a uma taxa média superior a 4% ao mês. Comparativamente, em termos absolutos reais, o crédito público ao setor privado industrial cresceu R\$ 17 bilhões no ano de 2009, elevação de 13,5%, contrabalançando a queda do crédito privado.

Diversos trabalhos buscaram evidenciar a ação contra cíclica do crédito dos bancos públicos no enfrentamento da crise financeira internacional. Como essa ação anticíclica é evidente *prima facie*, a maioria dos trabalhos (incluindo este) utilizou como estratégia empírica a comparação entre os ritmos de expansão de variação na oferta do crédito público e privado, o que de certa forma restringe a análise ao campo da estatística descritiva. No entanto, Lopes et al. (2015) realizaram um estudo buscando evidências econométricas da atuação anticíclica dos bancos públicos. O resultado desses autores confirmou as evidências obtidas por meio de técnicas descritivas, ou seja, o crédito dos bancos públicos comportou-se de forma contra cíclica, ao passo que o crédito privado se mostrou pró-cíclico.

Em suma, as evidências empíricas e da literatura pesquisada demonstram que os bancos públicos atuaram com uma lógica inversa à de seus congêneres privados. Enquanto que os bancos privados reagiram à reversão do ciclo de expansão com excesso de prudência, contraindo o crédito e represando a liquidez, os bancos públicos compensaram esse movimento, expandindo o crédito e ampliando a oferta de liquidez. A expansão de crédito pelos bancos públicos nos diversos setores da atividade econômica foi de fundamental relevância para que ocorresse a reativação da atividade econômica. É de se destacar ainda a atuação dos bancos públicos como fornecedores de liquidez, atuando como verdadeiros “emprestadores de penúltima instância”⁵¹, o que de certa forma, reduziu as possibilidades de estigmatização das instituições em dificuldades bem como de instauração de um clima de pânico no mercado.

4.5 Bancos Públicos como estabilizadores endógenos: análise da atuação contra cíclica dos Bancos Públicos no Brasil

Conforme exposto neste capítulo, a experiência brasileira no enfrentamento dos efeitos da crise financeira internacional evidenciou que os bancos públicos assumiram papel crucial no sistema financeiro que foi além da visão convencional de minimizar as falhas de mercados e que também contrariou fortemente a idealização proposta pela escola neoclássica do sistema financeiro.

⁵¹ Termo cunhado por Barbosa (2010).

Evidente que, tomando como válida a tese de falhas de mercado, não se pode olvidar que os bancos públicos se constituem em importantes instrumentos de redução de falhas de mercado. Neste sentido, no Brasil, a atuação do BNDES como principal provedor de crédito de longo prazo, do Banco do Brasil nos segmentos de crédito rural e de fomento do comércio exterior, bem como da Caixa Econômica Federal no crédito a habitação são bons exemplos para a atuação destas instituições no sentido de correção de falhas de mercado, preenchendo segmentos ignorados pelos bancos privados. Contudo, importante ressaltar que a propriedade direta de bancos pelo Estado não consta explicitamente das recomendações da corrente novo-keynesiana, pois acredita que medidas corretivas dos mercados, por meio de regulamentação e/ou supervisão, são suficientes para atenuar as falhas de mercado.

No entanto, a proposta desta dissertação é que cabe aos bancos públicos um papel mais amplo no sistema financeiro amparado na corrente pós-keynesiana e na hipótese de instabilidade financeira de Minsky. Tal papel pode ser assim sumarizado: i) atuação anticíclica; ii) estabilizador endógeno, no sentido de evitar a formação de um sistema com elevado grau de fragilidade financeira; iii) regulador da concorrência nos mercados em que atuam e a criação de mercados.

A atuação anticíclica dos bancos públicos pôde ser evidenciada em dois momentos distintos. Primeiramente, conforme demonstrado por Araújo (2012), no período de expansão do crédito no Brasil, de 2003 a 2008⁵², os bancos públicos apresentaram grau de preferência por liquidez superior aos bancos privados, resultado que foi comprovado econometricamente por Lopes et al. (2015). Ou seja, a expansão do crédito nesse período foi conduzida pelos bancos privados, tal fato corrobora atuação dos bancos públicos como estabilizadores endógenos inclusive nas fases econômicas expansivas. Em um segundo momento, quando a crise de liquidez e de crédito se instala na economia em razão da elevada incerteza que tomou conta dos agentes e também da preferência pela liquidez das grandes instituições privadas, a ação anticíclica dos bancos públicos torna-se evidente.

Conforme demonstrado, os bancos públicos forneceram liquidez às instituições financeiras menores por meio do mercado interbancário e também por meio da aquisição de carteiras de crédito dessas instituições. O suprimento de liquidez do sistema financeiro permitiu que essas instituições menores mantivessem regular

⁵² Referido período não foi objeto de análise na presente dissertação, no entanto, a citação dos resultados de alguns estudos é suficiente para balizar a proposta desta seção.

sua oferta de crédito para os segmentos aos quais atendiam. De acordo com Minsky (2013), a liquidez geral do sistema econômico exerce influência positiva nos preços dos ativos de capital. Neste sentido, a atuação dos bancos públicos no suprimento da liquidez possibilitou que não ocorresse uma deflação de ativos com consequências negativas para as expectativas e para os investimentos.

A expansão do crédito pelos bancos públicos, no momento de reversão de expectativas e de elevada incerteza, permitiu que as unidades mantivessem regular seus compromissos financeiros possibilitando o refinanciamento de suas posições. Conforme salientado por Minsky (2013), a interrupção dos fluxos de financiamento pode comprometer a viabilidade financeira de muitas unidades. As unidades mais afetadas são as que se utilizam de arranjos financeiros especulativos e *Ponzi*, pois estão mais vulneráveis às condições do mercado de crédito. A interrupção do fluxo normal de crédito, como ocorreu na economia brasileira, obriga as unidades a recorrerem a outros tipos de fluxos de caixa como a venda de ativos e a revisão de planos de investimentos. Ambos os expedientes têm consequências deletérias sobre a atividade econômica. A venda generalizada de ativos tende a reduzir o preço desses mesmos ativos de capital, tanto pelo aumento da oferta quanto pela queda nas expectativas de lucros. A redução do preço dos ativos de capital, mantendo constantes os preços dos bens de investimentos, reduz as possibilidades de ganhos com esses ativos que somadas a revisão dos planos de investimentos devido à escassez de crédito tende a gerar uma forte contração nos investimentos. Desse modo, os bancos públicos ao atuarem de forma contra cíclica, expandindo a oferta de crédito de modo a compensar a retração do crédito privado, reduziu as possibilidades de que a economia brasileira pudesse entrar em uma crise financeira de grandes proporções com deflação de ativos e grande contração dos investimentos.

Na análise de Minsky (2013), os bancos privados são impelidos pela busca incessante por lucros a inovar constantemente, criando novos instrumentos e novas práticas que, invariavelmente, ampliam seu grau de alavancagem, sancionando a tendência à deterioração financeira das unidades. Segundo o autor, a estrutura a termo das taxas de juros, com juros de longo prazo maiores que as taxas de curto prazo, induz os investidores (tomadores de crédito) a assumirem posições especulativas no financiamento de ativos de longa maturação a partir da montagem de operações de curto prazo constantemente renovadas. No caso sob estudo, os bancos privados sancionaram a tendência à deterioração financeira das empresas

oferecendo contratos de empréstimos vinculados a derivativos de câmbio, fato que, conforme visto, promoveu grande instabilidade tanto no mercado de câmbio quanto no de crédito. Frise-se que os bancos públicos não possuíam essa inovação financeira em seu portfólio de produtos não sendo, portanto, elementos desestabilizadores.

Na mesma perspectiva, bancos públicos que ofertem crédito de longo prazo com taxas de juros adequadas, como é o caso do BNDES no Brasil, tornam-se elementos de estabilização endógeno do sistema financeiro, pois evitam a assunção de posições especulativas pelas unidades. Ademais, a evidenciada propriedade contra cíclica do crédito dos bancos públicos também é elemento de estabilização endógeno, já que tem o efeito de suavizar os movimentos pró-cíclicos do crédito privado. Concretamente no caso em estudo, ficou demonstrado que os bancos públicos foram responsáveis por manterem a oferta de crédito em níveis mínimos durante a crise financeira internacional contribuindo para a retomada da atividade econômica.

A regulação da concorrência em mercados oligopolizados, como o mercado de crédito bancário, é apontada como benefício adicional de sistemas financeiros que contam com a presença de instituições públicas com tamanho preponderante, como é o caso do Brasil. Os bancos públicos podem induzir seus congêneres privados a modificarem sua forma de atuação sob pena de perderem parcelas significativas de mercado. Exemplo disso, foi observado quando os bancos públicos reduziram suas taxas de juros por meio da redução dos *spreads* obrigando seus pares privados a adotarem comportamento similar no decorrer do ano de 2009 a partir dos cortes da taxa de juros promovidas pelo Banco Central.

Para o Banco Central, a atuação dos bancos públicos na oferta de crédito e suprimento da liquidez, permitiu-lhe preservar sua adesão irrestrita ao regime monetário de metas de inflação mantendo a prioridade de sua atuação nos objetivos de estabilização de preços. Essa conclusão pode ser confirmada pelo fato do Conselho de Política Monetária ter mantido constante a taxa de juros, mesmo após a eclosão da crise financeira no ano de 2008, e iniciado a redução apenas quando as expectativas de preços convergiram para a meta de inflação.

Os resultados aqui encontrados corroboram os de outros trabalhos, como Oliveira (2009), Correa et al. (2011) e Lopes et al. (2015) – que também evidenciaram o papel contra cíclico da atuação dos bancos públicos no Brasil. O esforço teórico realizado nesta dissertação, de associar a hipótese da instabilidade financeira de

Minsky a presença de bancos públicos, também confirma os resultados encontrados nas análises de Hermann (2011), Deos & Mendonça (2010a) e Freitas (2010). No entanto, a associação da hipótese da instabilidade financeira nesses autores ocorre de forma indireta, como uma espécie de pano de fundo teórico em que as proposições são construídas. Exceção é o trabalho de Deos & Mendonça (2010a) que buscou associar de forma mais direta as proposições de Minsky. As autoras utilizam a proposta do Grande Estado (*Big Government*) de Minsky para apontar os bancos públicos como elementos componentes dessa estrutura de governo.⁵³ A contribuição do presente estudo é justamente associar, de forma mais direta, a hipótese de instabilidade financeira de Minsky à presença de bancos públicos nos sistemas financeiros, apontando-os, ao contrário dos bancos privados, como elementos de estabilização endógena.

⁵³ “(...) indicar o papel estabilizador central do Estado nas economias capitalistas modernas, e não nos furtaremos a apontar que, em muitas dessas economias, os bancos públicos, que em alguns casos poderiam até ser chamados de *Big Government Banks*, são entidades que compõem essa estrutura de governo” (DEOS & MENDONÇA, 2010, p. 67).

5 CONCLUSÃO

A crise financeira internacional de 2007/2009 representou relevante ponto de ruptura no debate sobre o papel do Estado no sistema financeiro e assim também sobre a funcionalidade da presença de bancos públicos. Até então, a avaliação predominante, inclusive em instituições multilaterais, era a de que a atuação direta do Estado na provisão de serviços financeiros deveria ser evitada, pois gerava ineficiências diversas, reprimindo o desenvolvimento das instituições privadas e com custos fiscais elevados. No entanto, após a crise ganharam força no debate a perspectiva de que o Estado deve fortalecer os instrumentos de regulação dos mercados financeiros e que os bancos públicos podem ser importantes instrumentos de ação anticíclica, sendo essenciais na reativação dos canais de crédito e potencialização da política monetária.

Neste contexto, o presente trabalho objetivou analisar o papel de estabilizadores endógenos dos bancos públicos brasileiros a partir de sua atuação na crise financeira internacional de 2007/2009. Com este objetivo, a revisão da literatura teórica fundamentou-se na hipótese de instabilidade financeira desenvolvida por Minsky como corolário da corrente pós-keynesiana. Como contraponto a esta vertente teórica, foi apresentada a visão do sistema financeiro da corrente neoclássica que embasa as proposições de intervenção estatal mínima, e ainda, a corrente novo-keynesiana que admite um maior grau de intervenção do Estado.

A análise da literatura e de variáveis estatísticas-descritivas do setor bancário demonstrou que a presença de bancos públicos em sistemas financeiros modernos pode contribuir para a redução da tendência à instabilidade financeira dos agentes e que estas instituições podem ainda atuar contra ciclicamente em momentos de crise, restabelecendo a normalidade dos negócios e diminuindo a incerteza.

A partir do recrudescimento da crise financeira internacional, do terceiro trimestre de 2008 ao quarto trimestre de 2009, enquanto o crédito dos principais bancos privados cresceu no máximo 7%, em termos anuais, o crédito dos bancos comerciais públicos – Banco do Brasil e Caixa Econômica Federal – elevou-se em 33% e 71% respectivamente. Em termos agregados, observou-se que em novembro de 2009, enquanto a taxa de expansão do crédito privado em relação ao mesmo

período do ano anterior ficou estagnada a zero por cento, o crédito público no mesmo período havia crescido em 27%.

Além da expansão creditícia do setor financeiro público, observou ainda que os bancos públicos participaram ativamente do provimento de liquidez para o sistema financeiro. Os bancos públicos além de manterem o fornecimento de liquidez no mercado interbancário, adquiriram carteiras de crédito de instituições de menor porte. Essas ações, contribuíram para que o problema de liquidez não se tornasse sistêmico, além de permitir que a autoridade monetária mantivesse seu foco no mandato de estabilidade de preços.

Em resumo, como evidenciado na discussão dos resultados, no papel de estabilizadores endógenos os bancos públicos reduziram o comportamento inerentemente cíclico do mercado financeiro, suavizando os movimentos de contração, exacerbados na crise financeira internacional de 2007/2009, e também os movimentos de expansão do período anterior, 2003 a 2008. Tal resultado confirmou as conclusões de outros estudos que evidenciaram, principalmente, o papel anticíclico da oferta de crédito das instituições públicas vis-à-vis o papel pró-cíclico do crédito privado.

Se o presente trabalho contribuiu para caracterizar os bancos públicos como elementos de estabilização endógena dentro do arcabouço teórico da hipótese da instabilidade financeira, no entanto, não lidou com questões mais complexas como a eficiência da intervenção estatal por meio de bancos públicos; a eficiência microeconômica dos bancos públicos ante seus objetivos sociais; e a questão da governança como forma de atingir os objetivos macro e micro das instituições públicas e como forma de limitar a utilização política inadequada dessas instituições.

REFERÊNCIAS

ALDRIGHI, D. M.; MILANEZ, D. Y. Finança comportamental e a hipótese dos mercados eficientes. **Revista de Economia Contemporânea**, v. 9, n. 1, p. 41-72, 2005.

ALMEIDA, J. Como o Brasil superou a crise. **Dossiê da Crise II**. Porto Alegre: Associação Keynesiana Brasileira (KB), p. 57-62, 2010.

ANDRADE, R. P. de; DEOS, S. **A trajetória do Banco do Brasil no período recente (2001-2006): banco público ou banco estatal privado?** (Texto para Discussão n. 36) Campinas: IE/Unicamp, out. 2007.

ARAUJO, V. L. **Bancos de desenvolvimento em uma perspectiva pós-keynesiana: uma abordagem introdutória**. II Encontro Internacional da Associação Keynesiana Brasileira, 2009.

ARAUJO, V. L.; CINTRA, A.M. **O Papel dos Bancos Públicos Federais na Economia Brasileira**. Texto para discussão n.º 1604, São Paulo: IPEA, 2011.

ARAUJO, V. L. **Preferência pela liquidez dos bancos públicos no ciclo de expansão do crédito no Brasil: 2003-2010**. Texto para discussão n.º 1717, São Paulo: IPEA, 2012.

ARESTIS, P.; SAWYER, M. C. "Hyman P. MINSKY". In: **A biographical dictionary of dissenting economists**. 2nd ed. Chetenham, UK: Edward Elgar Publishing, 2000.

ARIDA, P. Prefácio. In: PINHEIRO, A. C.; OLIVEIRA, L.C. (org.). **Mercado de Capitais e Bancos Públicos: análise e experiências comparadas**. Rio de Janeiro: Contracapa, 2007.

BACHA, E. L. Bancos públicos: o que fazer. In: PINHEIRO, A. C.; OLIVEIRA, L.C. (org.). **Mercado de Capitais e Bancos Públicos: análise e experiências comparadas**. Rio de Janeiro: Contracapa, 2007.

BACHA, E. L.; GOLDFAJN, I.; MALAN, P. S. (org). **Como reagir à crise?: políticas econômicas para o Brasil**. Imago, 2009.

BAHRY, T. R.; GABRIEL, L. F. A hipótese de instabilidade financeira e suas implicações para ocorrência de ciclos econômicos. **Revista de Economia Contemporânea**: Rio de Janeiro, v. 14, n. 1, p. 27-60, 2010.

BANCO CENTRAL DO BRASIL (BCB). **Relatório Anual**. Brasília, BCB, Edição 2008.

BANCO CENTRAL DO BRASIL (BCB). **Relatório Anual**. Brasília, BCB, Edição de 2009.

BANCO CENTRAL DO BRASIL (BCB). **Relatório de Estabilidade Financeira**. Brasília, BCB, Edições de maio de 2008 a setembro de 2011.

BANCO DO BRASIL. **História do Banco do Brasil**. 2. ed. rev. Belo Horizonte: Del Rey, Fazenda Comunicação & Marketing, 2010.

BARBOSA, N. Latin America: Counter-cyclical policy in Brazil: 2008-09. **Journal of Globalization and Development**, Berkeley, v. 1, p. 1-12, 2010.

BBC Brasil. **Entenda a quebra do banco Lehman Brothers**, 2008. Disponível em: <http://www.bbc.com/portuguese/reporterbbc/story/2008/09/080915_lehman_qa_pu_shtml>. Acesso em: 22/05/2016.

BELLUZO, L. G. A Crise Financeira e o papel do Estado. In: BISPO, C. R. et al (org). **Crise Financeira Mundial: impactos sociais e no mercado de trabalho**. Associação Nacional dos Auditores Fiscais da Receita Federal do Brasil – ANFIP. Brasília, 2009.

BID - Banco Interamericano de Desenvolvimento. **Libertar o crédito: como aprofundar e estabilizar o financiamento bancário**. Rio de Janeiro: Campus, 2005.

BRASIL. **Lei n.º 4.595** de 31/12/1964. Brasília, 1964.

BRASIL. **Lei. 6.385** de 07/12/1976. Brasília, 1976.

CARVALHO, C. E.; OLIVEIRA, G. C.; TEPASSÊ, A. C. A Relevância da Atuação dos Bancos Públicos Federais Brasileiros diante dos Impactos da Crise Financeira Internacional. In: **Dossiê da Crise II**. Associação Keynesiana Brasileira, 2010. Disponível em: < <http://www.ppge.ufrgs.br/akb>>. Acesso em: 31/03/2015.

CARVALHO, F. J. C.; SOUZA, F. E. P.; SICSU, J.; PAULA, L. F. R.; STUDART, R. **Economia Monetária e Financeira. Teoria e Política**. 1. ed. Rio de Janeiro: Campus, 2000.

CARVALHO, F. J. C. Entendendo a recente crise financeira global. 2008. In: **Dossiê da Crise I**. Associação Keynesiana Brasileira, 2008.

CASTILHO, M. Impactos da crise econômica internacional sobre o comércio exterior brasileiro. In: ACIOLY, L.; LEÃO, R. P. F. (org.). **Crise financeira global: mudanças estruturais e impactos sobre os emergentes e o Brasil**. Brasília: IPEA, p. 97-127, 2011.

CASTRO, L. B. **Financiamento do desenvolvimento: teoria, experiência coreana (1950-80) e reflexões comparativas ao caso brasileiro**. Rio de Janeiro: CPDA/UFRRJ, 2006.

CEPAL – Comissão Econômica para a América Latina e o Caribe. **Panorama de la inserción internacional de América Latina y el Caribe**. Santiago: Cepal, Edições de 2008 e 2009(a).

CEPAL – Comissão Econômica para a América Latina e o Caribe. **Estudio Económico de América Latina y el Caribe**. Santiago: Cepal, Edição de 2009(b).

CERQUEIRA, H.G; AMORIM, W.C. **Evolução e características do emprego no setor bancário**. Revista de Economia Política, v. 18, n. 1, jan./mar. 1998.

CHERNAVSKY, E. A transmissão da crise: incerteza, expectativas e comportamento convencional. In: ACIOLY, L.; LEÃO, R. P. F. (org.). **Crise financeira global: mudanças estruturais e impactos sobre os emergentes e o Brasil**. Brasília: IPEA, p. 77-96, 2011.

CINTRA, M. A. M.; PRATES, D. M. Os países em desenvolvimento diante da crise financeira global. In: ACIOLY, L.; LEÃO, R. P. F. (org.). **Crise financeira global: mudanças estruturais e impactos sobre os emergentes e o Brasil**. Brasília: IPEA, p. 11-46, 2011.

COPOM - COMITÊ DE POLÍTICA MONETÁRIA. Banco Central do Brasil. **Ata da 137ª reunião ordinária**, realizada nos dias 09 e 10 de setembro de 2008(a).

COPOM - COMITÊ DE POLÍTICA MONETÁRIA. Banco Central do Brasil. **Ata da 138ª reunião ordinária**, realizada nos dias 28 e 29 de outubro de 2008(b).

COPOM - COMITÊ DE POLÍTICA MONETÁRIA. Banco Central do Brasil. **Ata da 139ª reunião ordinária**, realizada nos dias 09 e 10 de dezembro de 2008(c).

COPOM - COMITÊ DE POLÍTICA MONETÁRIA. Banco Central do Brasil. **Ata da 140ª reunião ordinária**, realizada nos dias 20 e 21 de janeiro de 2009.

CORREA, P. R. R. et al. **A estrutura do setor bancário brasileiro e o ciclo recente de expansão do crédito: o papel dos bancos públicos**. XXXVIII Encontro Nacional de Economia. Anais, 2011.

COSTA, F. N. **Brasil dos bancos**. São Paulo: Editora da Universidade de São Paulo, 2012.

COSTA NETO, Y. C. **Bancos oficiais no Brasil: origem e aspectos de seu desenvolvimento**. Brasília: Banco Central do Brasil, 2004.

DEOS, S.; **Instabilidade Financeira numa economia de mercado de capitais**. Porto Alegre: Ensaio FEE, v.19, n.2, p. 38-61, 1998.

DEOS, S.; MENDONÇA, A. R. R. Uma proposta de delimitação conceitual de bancos públicos. In: JAYME JR, F.; CROCCO, M. (org.). **Bancos públicos e desenvolvimento**. Rio de Janeiro: IPEA, p. 49-72, 2010(a).

DEOS, S.; MENDONÇA, A. R. R. **O Papel dos Bancos Públicos e a Experiência Brasileira Recente**. In: Dossiê da Crise II. Associação Keynesiana Brasileira, 2010(b). Disponível em: < <http://www.ppge.ufrgs.br/akb>>. Acesso em: 31/03/2015.

FAMA, E. F. Random walks in stock market prices. **Financial analysts journal**, v. 51, n. 1, p. 75-80, 1995.

FARHI, M.; BORGHI, R. A. Z. Operações com derivativos financeiros das corporações de economias emergentes. **Estudos avançados**, v. 23, n. 66, p. 169-188, 2009.

FRANCO, G. H. B. A primeira década republicana. In Abreu, M. (org.), **A Ordem Do Progresso: cem anos de política econômica republicana 19889-1989**. Rio de Janeiro: Campus, 1990.

FRANCO, G. H. B. O desembarque da crise no Brasil: 10 ideias. In: BACHA, E. L.; GOLDFAJN, I.; MALAN, P. S. (org). **Como reagir à crise?: políticas econômicas para o Brasil**. Rio de Janeiro: Imago, p. 29-36, 2009.

FREITAS, M. C. P. Os efeitos da crise global no Brasil: aversão ao risco e preferência pela liquidez no mercado de crédito. **Estudos avançados**, v. 23, n. 66, p. 125-145, 2009.

FREITAS, M. C. P. Dinâmica concorrencial e bancos públicos: questões conceituais. In: JAYME JR, F.; CROCCO, M. (org.). **Bancos públicos e desenvolvimento**. Rio de Janeiro: IPEA, p. 329-359, 2010.

FREITAS, M. C. P.; CAGNIN, R. F. A política financeira anticíclica e a evolução do crédito bancário entre 2009 e 2012. In: **A economia brasileira no contexto da crise global**. NOVAIS, L. F.; CAGNIN, R. F. (org). São Paulo: FUNDAP, p. 123-161, 2014.

FUCS, F.; WU, T. Liquidez e juros são políticas independentes? In: BACHA, E. L.; GOLDFAJN, I.; MALAN, P. S. (org). **Como reagir à crise?: políticas econômicas para o Brasil**. Rio de Janeiro: Imago, p. 57-62, 2009.

GLEIZER, D. L. Considerações acerca da política de provisão de liquidez. In: BACHA, E. L.; GOLDFAJN, I.; MALAN, P. S. (org). **Como reagir à crise?: políticas econômicas para o Brasil**. Rio de Janeiro: Imago, p. 75-81, 2009.

HERMANN, J. O Modelo de Racionamento de Crédito e a Política Monetária Novo-Keynesiana: uma análise crítica. **Revista de Economia Política**, v. 20, n. 2, p. 78, 2000.

HERMANN, J. **O papel dos bancos públicos**. Brasília, DF: CEPAL. Escritório no Brasil/IPEA, 2010(a).

HERMANN, J. **O Papel dos Bancos Públicos e a Experiência Brasileira Recente (1995-2009)**. Associação Keynesiana Brasileira, 2010(b). Disponível em: <<http://www.ppge.ufrgs.br/akb/encontros/2010/57.pdf>>. Acesso em: 28/03/2015.

HERMANN, J. Desenvolvimento financeiro e concorrência privada: desafios para a funcionalidade macroeconômica dos bancos públicos. In: JAYME JR, F.; CROCCO, M. (Org.). **Bancos públicos e desenvolvimento**. Rio de Janeiro: IPEA, p. 233-257, 2010(c).

HERMANN, J. Bancos públicos em sistemas financeiros maduros: perspectivas teóricas e desafios para os países em desenvolvimento. **Revista de economia política**, v. 31, n. 3, p. 397-414, 2011.

IEDI – Instituto de Estudos para o Desenvolvimento Industrial. **A crise internacional e a economia brasileira: o efeito-contágio sobre as contas externas e o mercado de crédito em 2008**. São Paulo: IEDI, abr. 2009.

JAYME JR, F.; CROCCO, M. (Org.). **Bancos públicos e desenvolvimento**. Rio de Janeiro: IPEA, 2010.

JURGENFELD, V. Lentes acadêmicas. **Valor Econômico**, 2013.

KEYNES, J. M. **A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda**. São Paulo: Abril Cultural, 1985.

LARA RESENDE, A. Estabilização e reforma: 1964-1967. In Abreu, M. (org.), **A Ordem Do Progresso: cem anos de política econômica republicana 19889-1989**. Rio de Janeiro: Campus, 1990.

LEVY-YEYATI, E.; MICCO, A.; PANIZZA, U. **Should the government be in the banking business? The role of state-owned and development banks**. In: Governments and Banks: Responsibilities and Limits, IDB-IIC Annual Meetings, Lima, Peru. Mar. 2004.

LEVY-YEYATI, E.; MICCO, A.; PANIZZA, U. A reappraisal of state-owned banks. **Journal of Lacea Economia, Latin American and Caribbean Economic Association** (Lacea), v. 7, n. 2, p. 209-259, 2007.

LODI, A. L. G. **O papel dos bancos públicos no Brasil e na Índia no contexto da crise econômica mundial**. Dissertação (Mestrado em Economia). Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2010.

LOPES, J. C.; ROSSETTI, J. P. **Economia Monetária**. 7º ed. São Paulo: Atlas, 1998.

LOPES, L. U.; CUNHA, A. M.; LÉLIS, M. T. C. Os bancos públicos atuaram de forma contra cíclica no Brasil durante a grande recessão? **XVIII Encontro de Economia da Região Sul**, Porto Alegre, 2015.

LOURENÇO, A. L. C. O pensamento de Hyman P. Minsky: alterações de percurso e atualidade. **Economia e Sociedade**, Campinas, v. 15, n.3 (28), p.445-474, dez. 2006.

- MAIA, G. B. S. Racionamento de crédito e crise financeira: uma avaliação keynesiana. **Revista do BNDES**, v. 16, n. 31, p. 61-84, 2009.
- MESQUITA, M. Memórias da crise. **Valor Econômico**, 2013.
- MESQUITA, M.; TORÓS, M. **Considerações sobre a Atuação do Banco Central na Crise de 2008**. Banco Central do Brasil, Departamento de Estudos e Pesquisas (Depep), Brasília, TD n. 202, p. 1-39, março de 2010.
- MINSKY, H. P. **Can “it” happen again? Essays on instability and finance**. Armonk, New York, M. E. Sharpe, 1982.
- MINSKY, H. P. Integração financeira e política monetária. **Economia e Sociedade**, Campinas, n. 3, dez. 1994.
- MINSKY, H. P. **A hipótese da instabilidade financeira**. Rev. Oikos: Rio de Janeiro, v. 08, n. 2, 2009.
- MINSKY, H. P. **Estabilizando uma economia instável**. 2º ed. Osasco: Novo Século Editora, 2013.
- MOLLO, M. L. R. Instabilidade, incerteza e papel das autoridades monetárias: uma leitura de Minsky. **Revista de Economia Política**, v.8, n.1, 1988.
- MOREIRA, T. B. S.; SOARES, F. A. R. A crise financeira internacional e as políticas anticíclicas no Brasil. **Tema III: Política Fiscal e a Crise Econômica Internacional. Finanças Públicas—XV Prêmio Tesouro Nacional**, p. 1-69, 2010.
- NOVAES, A. Intermediação financeira, bancos estatais e o mercado de capitais: a experiência internacional. In: Pinheiro, A. C.; Oliveira, L.C. (orgs.). **Mercado de Capitais e Bancos Públicos: análise e experiências comparadas**. Rio de Janeiro: ANBID, 2007.
- NOVAIS, L. F. A crise global e a “morte súbita” do PIB brasileiro no 4º trimestre de 2008. In: BIASOTO JUNIOR, G. et. al. (org). **Panorama das Economias Internacional e Brasileira: dinâmica e impactos da crise global**. São Paulo: FUNDAP, p. 152-171, 2009.
- NOZAKI, W. V. A crise financeira internacional e a atuação do Estado nacional: a originalidade do caso brasileiro. **Revista Oikos**. Rio de Janeiro, v. 10, n. 1, 2011.
- OLIVEIRA, G. C. O comportamento do crédito e a reação do Banco Central e do sistema financeiro público e privado aos efeitos da crise internacional. In: **II Encontro Internacional da Associação Keynesiana Brasileira (AKB)**. Porto Alegre, 2009.
- OREIRO, J. L.; BASILIO, F. A. C. A crise financeira brasileira: uma análise a partir do conceito de fragilidade à La Minsky. **Dossiê da crise I**. Porto Alegre: Associação Keynesiana Brasileira (AKB), 2008.

OREIRO, J. L.; ARAÚJO, E. Sim, o Banco Central errou, e muito, na condução da política monetária durante a crise financeira mundial. In: **Fórum de Economia de São Paulo**. 2009, VI. São Paulo. Anais eletrônicos. São Paulo: EESP-FGV, set. 2009. Disponível em: <http://www.eesp.fgv.br/forum_detalhe.php?idForum=13>. Acesso em: 9 jul. 2010.

PAPADIMITRIOU, D. B.; WRAY, L. R. O livro de Hyman Minsky: duas décadas depois. In: Minsky, Hyman P. **Estabilizando uma economia instável**. 2ª ed. Osasco: Novo Século Editora, 2013.

PAULA, L. F. R. Preferência pela liquidez e a natureza da 'crise' brasileira. **Dossiê da crise I**. Porto Alegre: Associação Keynesiana Brasileira (AKB), p. 64-68, 2008.

PAULA, L. F. R.; FARIA JUNIOR, J. A. Eficiência dos bancos públicos no Brasil: uma avaliação empírica. In: JAYME JR, F.; CROCCO, M. (org.). **Bancos públicos e desenvolvimento**. Rio de Janeiro: IPEA, P. 259-287, 2010.

PAULA, L. F. R. Financiamento, crescimento econômico e funcionalidade do sistema financeiro: uma abordagem pós-keynesiana. **Estudos Econômicos**, São Paulo, v. 43, n. 2, p. 363-396, 2013.

PAULA, L. F. R.; OREIRO, J. L.; BASILIO, F. A. C. Estrutura do setor bancário e o ciclo recente de expansão do crédito: o papel dos bancos públicos federais. **Nova Economia**, Belo Horizonte, v. 23, n. 3, p. 473-520, Dec. 2013.

PAULA, L. F. R. **Sistema financeiro, bancos e financiamento da economia**. 1. ed. Rio de Janeiro: Campus Elsevier, 2014.

PEREIRA, E. J. A. L.; URPIA, A. G. B. C. Hipótese dos mercados eficientes vis-à-vis incerteza, convenção e especulação: por uma mudança de paradigma nos mercados financeiros. **Pesquisa & Debate**. Revista do Programa de Estudos Pós-Graduados em Economia Política. São Paulo, v. 22, n. 1 (39), 2011.

PELÁEZ, C. M.; SUZIGAN, W. **História Monetária do Brasil: análise da política, comportamento e instituições monetárias**. 2º ed. Brasília: Editora Universidade de Brasília, 1981.

PINHEIRO, A. C. Bancos públicos no Brasil: para onde ir? In: PINHEIRO, A. C.; OLIVEIRA, L.C. (orgs.). **Mercado de Capitais e Bancos Públicos: análise e experiências comparadas**. Rio de Janeiro: Contracapa, 2007.

PINHEIRO, J. L. **Mercado de capitais: fundamentos e técnicas**. 7ª ed. São Paulo: Atlas, 2014.

PRATES, D. M. & BIANCARELI, A. M. Panorama do ciclo de crédito recente: Condicionantes e características gerais. Subprojeto II. Mercado de crédito bancário. In: **Projeto de estudos sobre as perspectivas da indústria financeira brasileira e o papel dos bancos públicos**. BNDES, CECON – Instituto de Economia/ Unicamp, 2009.

PRATES, D. M.; CUNHA, A. M.; BICHARA, J. S. O efeito contágio da crise financeira global nos países emergentes. **Indicadores Econômicos FEE**. Porto Alegre, v. 37, n. 1, 2009.

PRATES, D. M.; CUNHA, A. M.; LELIS, M. T. C. O Brasil e a crise financeira global: avaliando os canais de transmissão nas contas externas. **Revista de Economia Contemporânea**. Rio de Janeiro, v. 15, n. 1, p. 62-91, 2011.

PRATES, D. M.; FREITAS, M. C. P. Crédito bancário corporativo no Brasil: evolução recente e perspectivas. **Revista de Economia Política**, v. 33, n. 2, p. 322-340, 2013.

PUGA, F. P. **The Brazilian financial system: Recent restructuring, international comparisons, and vulnerability to a foreign exchange crisis**. 1999. Disponível em: <http://www.bndespar.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes_en/Galerias/Download/studies/resfinan.pdf>. Acesso em: 18 jul. 2015.

RABELO JUNIOR, T. S.; IKEDA, R. H. Mercados eficientes e arbitragem: um estudo sob o enfoque das finanças comportamentais. **Revista de Contabilidade & Finanças**. São Paulo, v. 15, n. 34, p. 97-107, 2004.

READ, C. **The Efficient Market Hypothesis: Bachelier, Samuelson, Fama, Ross, Tobin and Shiller**. Palgrave Macmillan, 2012.

ROMERO, C.; RIBEIRO, A. Os bastidores da crise. **Valor econômico**, São Paulo, 2009.

ROMERO, C. O 'erro de 2008' foi um acerto do BC. **Valor Econômico**, São Paulo, 2013.

SANDRONI, P. **Novíssimo Dicionário de Economia**. São Paulo: Best Seller, 1999.

SILVA, C. K. S. **O papel dos bancos públicos e dos créditos direcionados na crise financeira de 2008**. Dissertação (Mestrado em Controladoria e Contabilidade: Contabilidade) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2015.

SILVA, J. M. A. Prefácio à edição brasileira. In: MISNKY, H. P. **Estabilizando uma economia instável**. 2ª ed. Osasco: Novo Século Editora, 2013.

SILVA, G. F.; CUNHA, P. H. F. **Atuação do Banco Central do Brasil na crise de 2008/2009 e o regime de metas de inflação**, 2012. Disponível em: http://www.akb.org.br/upload/130820121554143355_Glauco%20Freire%20da%20Silva.pdf. Acesso em: 03.07.2016.

SIQUEIRA, A. C. T. **A história dos bancos no Brasil: das casas bancárias aos conglomerados financeiros**. Rio de Janeiro: Cop Editora Ltda, 2007.

STIGLITZ, J. **The role of the financial system in development**. The World Bank Group, Presentation at the Fourth Annual Bank Conference on development in Latin America and the Caribbean (LAC-ABCDE), 1993.

STIGLITZ, J.; WEISS, A. Credit rationing in markets with imperfect information. **American Economic Review**, 71, June, pp. 353-376, 1981.

STIGLITZ, J.; GREENWALD, B. **Rumo a um Novo Paradigma em Economia Monetária**. São Paulo: Francis, 2004.

STUDART, R. The efficiency of financial system, liberalization and economic development. **Journal of Post-Keynesian Economics**, 18 (2), winter, pp. 265-289, 1995/1996.

TABAK, B. M.; GUERRA, S. M.; MIRANDA, R. C.; SOUZA, R. S. **Teste de estresse para risco de liquidez: o caso do sistema bancário brasileiro**. Banco Central do Brasil, Departamento de Estudos e Pesquisas (Depep), Brasília, TD n. 302, p. 1-43, dezembro de 2012.

TORRES FILHO, E. T. Entendendo a crise do subprime. **Visão do desenvolvimento**. Rio de Janeiro: BNDES, n. 44, 2008.

VIDOTTO, C. A. Crise e reestruturação de uma estatal financeira: Banco do Brasil, do Cruzado ao Real. **Revista de Economia, UFPR**, Curitiba, v. 24, p. 45-74, 2000.

VIDOTTO, C. A. **Reforma dos bancos federais brasileiros: programa, base doutrinária e afinidades teóricas**. Economia e Sociedade, Campinas, v. 14, n. 1 (24), p. 57-84, jan./jun. 2005.

VIDOTTO, C. A. Caráter estratégico dos bancos federais: a experiência brasileira recente. In: JAYME JR, F.; CROCCO, M. (Org.). **Bancos públicos e desenvolvimento**. Rio de Janeiro: IPEA, p. 73-104, 2010.

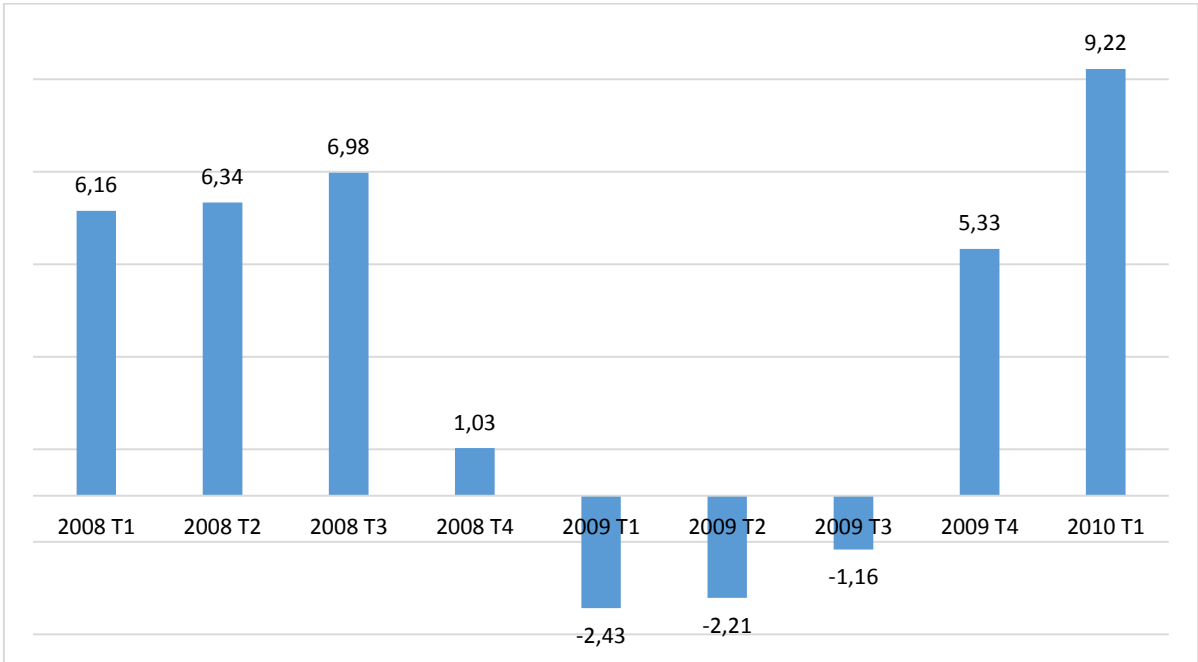
ANEXOS

Tabela 10 – Operações de crédito por controle, deflacionado pelo IPCA – R\$ milhões

Data	Público	Privado	Total
2008.01	375.211,64	734.256,30	1.109.465,61
2008.02	378.901,89	741.400,67	1.120.301,40
2008.03	391.944,49	762.367,77	1.154.311,10
2008.04	401.052,77	775.881,26	1.176.937,47
2008.05	412.129,44	786.333,86	1.198.463,30
2008.06	416.343,02	799.215,20	1.215.558,22
2008.07	419.090,57	809.751,00	1.228.841,58
2008.08	425.862,62	827.636,22	1.253.503,32
2008.09	440.149,51	856.151,85	1.296.300,25
2008.10	461.285,62	865.215,03	1.326.499,54
2008.11	475.905,97	870.985,77	1.346.895,07
2008.12	491.510,35	871.743,55	1.363.248,38
2009.01	493.461,19	864.658,48	1.358.120,76
2009.02	499.256,60	850.978,03	1.350.232,44
2009.03	508.911,90	853.338,43	1.362.248,15
2009.04	511.440,36	851.100,95	1.362.539,14
2009.05	516.287,26	853.230,40	1.369.519,82
2009.06	531.426,17	850.421,69	1.381.847,86
2009.07	562.779,96	848.651,27	1.411.432,30
2009.08	575.588,08	854.963,98	1.430.547,78
2009.09	585.400,29	862.904,11	1.448.305,47
2009.10	593.947,39	870.735,10	1.464.683,56
2009.11	605.577,50	875.102,20	1.480.677,57
2009.12	622.319,45	882.131,47	1.504.448,81
2010.01	623.763,15	880.031,86	1.503.799,21
2010.02	625.049,63	878.549,79	1.503.603,59
2010.03	626.025,48	886.994,22	1.513.022,81
2010.04	629.114,94	892.062,75	1.521.179,75
2010.05	642.684,42	904.042,95	1.546.727,38
2010.06	663.932,55	914.554,01	1.578.478,34
2010.07	671.474,36	927.248,29	1.598.720,59
2010.08	685.883,76	946.676,74	1.632.561,52
2010.09	691.819,42	965.824,70	1.657.641,06
2010.10	699.129,73	976.886,66	1.676.015,37
2010.11	708.404,44	987.928,59	1.696.333,02
2010.12	713.973,00	998.740,00	1.712.708,00

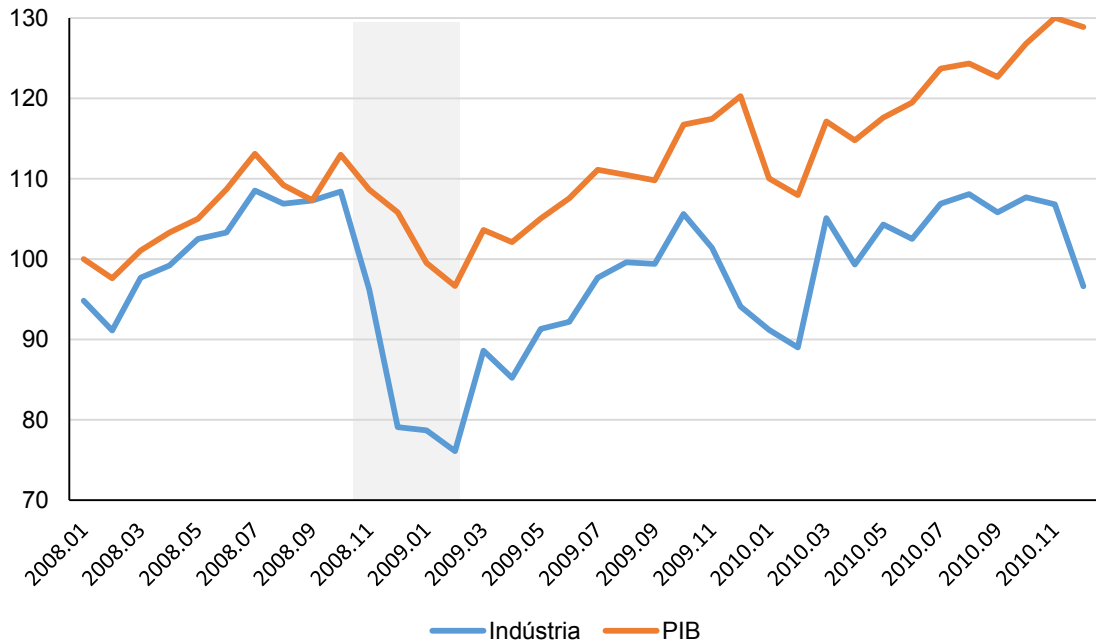
Fonte: Banco Central do Brasil

Figura 11 – Evolução real trimestral da taxa de crescimento do PIB brasileiro, 2008-2010 (%)



Fonte: Ipeadata – Elaboração própria

Figura 12 – Índice do PIB mensal deflacionado (01/2008 = 100) e de produção industrial (2012=100)



Fonte: Banco Central do Brasil – elaboração própria.